Schuldscheindarlehen als Objekt der Kapitalanlage der Individualversicherung Entwicklung und kapitalmarktpolitische Bedeutung

Inaugural-Dissertation
Zur Erlangung des Doktorgrades einer
Hohen Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
(Wirtschaftswissenschaftliche Abteilung)
der Eberhard-Karls-Universität zu Tübingen

vorgelegt von
Helmut Jetter
aus Bad Waldsee

1969

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547612_0073

Schuldscheindarlehen als Objekt der Kapitalanlage der Individualversicherung
Entwicklung und kapitalmarktpolitische Bedeutung

Inaugural-Dissertation
Zur Erlangung des Doktorgrades einer
Hohen Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
(Wirtschaftswissenschaftliche Abteilung)
der Eberhard-Karls-Universität zu Tübingen

vorgelegt von
Helmut Jetter
aus Bad Waldsee

1969

UNIV.
LEIDEN
BIBL.

Dekan:	Professor Dr. rer.nat. Heinrich Strecker
Erstberichterstatter:	Professor Dr. rer.pol. Dr. jur h.c. Rudolf Johns
Zweitberichterstatter:	Professor Dr. rer.pol. Siegfried Menrad

Tag der mündlichen Prüfung: 10. Juli 1969

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung	1
Erstes Kapitel	
Begriff, Merkmale und Arten des Schuldscheindarlehens, Formen der Darlehensgewährung	5
A. Begriff und Merkmale des Schuldscheindarlehens	5
I. Juristische Merkmale	6
II. Wirtschaftliche Merkmale	9
B. Arten der Schuldscheindarlehen	14
I. Laufzeitkonform finanzierte Schuldscheindarlehen	15
II. Schuldscheindarlehen auf Revolving-Basis	16
C. Formen der Darlehensgewährung bei den laufzeitkonform finanzierten Schuldscheindarlehen	17
I. Direkte Darlehensgewährung	18
1. Unmittelbar direkte Darlehensgewährung	18
a) Einzeldarlehen	20
b) Konsortialdarlehen	23
2. Mittelbar direkte Darlehensgewährung	25
a) Die Vermittlung direkter Einzeldarlehen	27
b) Die Vermittlung direkter Konsortialdarlehen	27
c) Die Funktionen des Vermittlers	30
II. Indirekte Darlehensgewährung	34
1. Indirekte Schuldscheindarlehen auf Zessionsbasis	34
2. Refinanzierungsdarlehen	38
3. Globaldarlehen	40
Zweites Kapitel	
Schuldscheindarlehen als Objekt der Kapitalanlage der Individualversicherung	41
Vorbemerkung	41
A. Die Kapitalbildung in der Individualversicherung	42
I. Die Kapitalbildung in der Lebensversicherung	44
II. Die Kapitalbildung in der Sachversicherung	51

Seite

B. Zur Kapitalanlagepolitik der Individualversicherung 57

I. Die Bedeutung der Anlagepolitik 57

II. Die Grundsätze der Anlagepolitik 59

1. Der Grundsatz der Sicherheit 59

2. Der Grundsatz der Rentabilität 62

3. Der Grundsatz der Indifferenz der Kapitalanlage in bezug auf den Geschäftsbetrieb der Versicherungsunternehmung 64

4. Der Grundsatz der Liquidität 65

5. Der Grundsatz der Risikostreuung 71

C. Die Kapitalanlagevorschriften der Versicherungen und ihre Bedeutung für die Schuldscheindarlehensgewährung 74

I. Die gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften 74

1. Allgemeines 74

2. Die Vorschriften über die verschiedenen Vermögenskategorien 76

II. Die Deckungsstockfähigkeit der Schuldscheindarlehen 79

1. Kraft Gesetzes deckungsstockfähige Schuldscheindarlehen 79

2. Genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen 82

a) Das ordentliche Genehmigungsverfahren 82

aa) Beantragung der Genehmigung 82

bb) Die Anforderungen an die Darlehensbedingungen und die Sicherheiten des Schuldscheindarlehens 84

cc) Die Anforderungen an die Kreditwürdigkeit des Darlehensschuldners 88

dd) Die Anforderungen an den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte 91

b) Das vereinfachte Genehmigungsverfahren 92

aa) Beantragung der Genehmigung 92

bb) Die Anforderungen an die Darlehensbedingungen und die Sicherheiten des Schuldscheindarlehens 93

cc) Die Anforderungen an die Kreditwürdigkeit des Darlehensschuldners 93

dd) Die Anforderungen an den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte 94

III. Die Bedeutung der Kapitalanlagevorschriften und der Genehmigungspraxis des BAV für die Darlehensgewährung 96

1. Die Beschränkung der Vertragsparteien in der Festlegung der Darlehenskonditionen 96

2. Einengung des Kreises der Darlehensschuldner 97

3. Begrenzung des Darlehensvolumens der Versicherungsunternehmen und der Höhe ihrer einzelnen Schuldscheindarlehen 99

D. Die betriebswirtschaftliche Eignung der Schuldscheindarlehen als Objekt der Kapitalanlage 105

I. Die Sicherheit der Schuldscheindarlehen 105

1. Das Bonitätsrisiko 105

a) Schuldscheindarlehen an die Industrie 106

b) Schuldscheindarlehen an die öffentliche Hand 120

2. Das Kursrisiko 121

II. Die Rentabilität der Schuldscheindarlehen 133

1. Die Rendite der Schuldscheindarlehen 133

2. Die Möglichkeit der Zinskonversion 140

3. Indirekte Ertragssteigerung durch Koppelungsgeschäfte 147

4. Kosten der Darlehensgewährung und -verwaltung 149

III. Die Liquidität der Schuldscheindarlehen 152

1. Natürliche und künstliche Liquidität 152

2. Die natürliche Liquidität 153

a) außerplanmäßige Rückzahlung 153

b) planmäßige Rückzahlung 155

3. Die künstliche Liquidität 158

a) Die Verkehrsfähigkeit 158

aa) Beschränkung der Abtretbarkeit 158

bb) fehlende Wertpapiereigenschaft 160

b) Der begrenzte Käuferkreis 164

aa) Individuelle Kapitalanleger 165

bb) Kapitalsammelstellen 166

cc) Kreditbanken 168

c) Die Marktorganisation 177

d) Der Liquiditätsgrad 183

e) Ergebnis 191

IV. Schuldscheindarlehen und der Grundsatz der Risikostreuung 195

Drittes Kapitel

Entwicklung und kapitalmarktpolitische Bedeutung der Schuldscheindarlehen 200

A. Die Entwicklung der Schuldscheindarlehen 200

I. Allgemeines 200

II. Entwicklung der Kapitalbildung der Versicherungsunternehmen 201

III. Entwicklung der Schuldscheindarlehen 205

1. Entwicklung der Schuldscheindarlehensbestände 205

2. Entwicklung der Neuausleihungen 207

IV. Ursachen der Entwicklung 211

V. Die Bedeutung der Individualversicherung für die langfristige Investitionsfinanzierung 227

1. Aufteilung der Schuldscheindarlehensbestände nach Darlehensnehmergruppen 227

2. Aufteilung und Bestimmungsfaktoren der Neuausleihungen nach Darlehensnehmergruppen 230

3. Entwicklung der Industrie-Schuldscheindarlehen und der Industrie-Obligationen 241

VI. Die Ergiebigkeit des gesamten Schuldscheinmarktes 245

B. Die kapitalmarktpolitische Bedeutung der Schuldscheindarlehen 247

I. Das Schuldscheindarlehen im Spiegel der Kritik 247

II. Die qualitative Stellung des Schuldscheindarlehens innerhalb des Kapitalmarktes 249

1. Zum Begriff des Kapitalmarktes 249

2. Der Schuldscheinmarkt als Teilmarkt des Kapitalmarktes 252

III. Die Funktionen des Kapitalmarktes in der Verkehrswirtschaft 256

IV. Der Einfluß der Schuldscheindarlehen auf die Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes 259

Schlußbetrachtung: Die Zukunft des Schuldscheindarlehens 276

Tabellarischer Anhang 283

Literaturverzeichnis 309

Einleitung

Untersuchungen über die langfristige Investitionsfinanzierung beschränken sich im allgemeinen auf die Geldkapitalbildung und -verwendung im Bankensystem und am Wertpapiermarkt, da über diese Bereiche am ehesten statistisches Material zur Verfügung steht. Dabei wird häufig nicht beachtet, dass ein grosser Teil der Kapitalbildung sich ausserhalb dieser beiden Sektoren bei anderen Kapitalsammelstellen, insbesondere bei den Versicherungsunternehmen, vollzieht.

Unter ihnen sind vor allem die Individualversicherungsunternehmen seit der Währungsreform von 1948 in verstärktem Maße dazu übergegangen, die sich bei ihnen ansammelnden Geldkapitalien teilweise nicht mehr auf dem Wertpapiermarkt anzubieten, sondern sie direkt als Schuldscheindarlehen privaten und öffentlichen Kreditnehmern zur Finanzierung langfristiger Investitionen zuzuleiten.

Diesem Verhalten standen die Deutsche Bundesbank und das private Bankgewerbe zunächst sehr ablehnend gegenüber. Auch der Gesetzgeber versuchte das Vordringen der Schuldscheindarlehen dadurch zu bremsen, dass er sie zeitweilig in die Kapitalverkehrsteuerpflicht einbezogen hat.

Das Schuldscheindarlehen hat sich trotzdem zu einem bedeutenden Instrument der langfristigen Investitionsfinanzierung entwikkelt und die Industrie-Obligation, das "klassische" Instrument der Fremdkapitalbeschaffung der emissionsfähigen Industrieunternehmen, aus ihrer führenden Position teilweise verdrängt.

Seine Entwicklung hat sich zunächst praktisch unter Ausschluss der Öffentlichkeit vollzogen. Lediglich das zwar finanzierungstheoretisch interessante, quantitativ aber relativ unbedeutende Revolving-System des Finanzmaklers Münemann erfreute sich vorübergehend einer breiten Publizität. So ist es auch verständ-

lich, dass die ersten umfassenderen Untersuchungen über das Schuldscheindarlehen erst im Jahre 1965 erschienen sind,[1] während die früheren Veröffentlichungen nur Einzelproblemen der Schuldscheinfinanzierung gewidmet waren.

Alle bisherigen Arbeiten behandeln jedoch das Schuldscheindarlehen vorwiegend unter dem Aspekt seiner Eignung als Instrument der Industriefinanzierung und damit vor allem aus der Sicht des Darlehensnehmers. Inwieweit es sich auch als Objekt der Kapitalanlage eignet, wird in den bisherigen Veröffentlichungen oft nur am Rande berührt. Ebenso bleibt seine kapitalmarktpolitische Bedeutung, insbesondere sein Einfluss auf die Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarktes, weitgehend unbeachtet.

Es soll daher Aufgabe dieser Arbeit sein, das Wesen der Schuldscheindarlehen aufzuzeigen, die vielfältigen Probleme betriebswirtschaftlicher Art, die sie für die Darlehensgeber mit sich bringen, umfassend zu erörtern und ihre Entwicklung und kapitalmarktpolitische Bedeutung darzustellen.

Im Mittelpunkt unserer Untersuchung stehen die Fragen, welche die Schuldscheinfinanzierung den Darlehensgebern stellt. Auf die die Darlehensnehmer berührenden Fragen gehen wir nur insoweit ein, als es die Beurteilung der Schuldscheindarlehen als Anlagemittel erfordert.

Unter den Darlehensgebern dominieren die Individualversicherungsunternehmen. Sie haben vor allem auf eine ausreichende Sicherheit, Rentabilität und Liquidität ihrer Vermögensanlage zu achten. Wir wollen deshalb insbesondere untersuchen, ob und inwieweit die Gewährung von Schuldscheindarlehen mit den an die Vermögensanlage der Versicherungsunternehmen zu stellenden Anforderungen zu vereinbaren ist und welche möglichen Risiken sie mit dem Erwerb von Schuldscheinforderungen eingehen.

Die Schuldscheindarlehen stehen sowohl als Finanzierungsinstrument als auch als Anlagemittel in einem engen Konkurrenzverhältnis zur Industrie-Obligation. Aus diesem Grund soll auch sie

1) Helmut Reinboth, Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmungsfinanzierung, Dissertation, Bd. 2 der Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Herausgeber: Ludwig Mülhaupt, Wiesbaden 1965. Walter Staehle, Die Schuldscheindarlehen , Wesen, Systematik und betriebswirtschaftliche Probleme aus der Sicht der Darlehensnehmer, Kapitalsammelstellen und Kreditinstitute, Frankfurter

in die Untersuchung einbezogen werden. Der kritische Vergleich der beiden Finanzierungsinstrumente zeigt uns, dass das Schuldscheindarlehen gegenüber der Industrie-Obligation als Anlageobjekt über zahlreiche betriebswirtschaftliche Vorzüge verfügt, die sowohl Darlehensnehmer als auch Darlehensgeber bewogen haben, sich in verstärktem Maße der Schuldscheinfinanzierung zu bedienen.

Von den beiden Gruppen von Darlehensarten, den sog. laufzeitkonformen (langfristigen) Schuldscheindarlehen und den sog. (kurzfristigen) Schuldscheindarlehen des Revolving-Systems, sollen nur die laufzeitkonformen im Mittelpunkt unserer Betrachtung stehen. Die Schuldscheindarlehen auf Revolving-Basis spielen heute im Rahmen der Vermögensanlage der Individualversicherungsunternehmen praktisch keine Rolle mehr.

Mit dem Terminus "Schuldscheindarlehen" werden sehr heterogene Geschäftsformen bezeichnet. Wir wollen deshalb im ersten Kapitel die wesentlichen rechtlichen und wirtschaftlichen Merkmale des Schuldscheindarlehens erfassen und versuchen, die verschiedenen Darlehenskategorien nach der Art ihres Zustandekommens und ihrer Vermittlung und Plazierung zu systematisieren. Auf diese Weise soll einmal ein Überblick über die spezifischen betriebswirtschaftlichen Eigenschaften der einzelnen Darlehenskategorien vermittelt und zum anderen eine brauchbare Grundlage für unsere weiteren Untersuchungen gewonnen werden.

Der Frage, inwieweit sich die Schuldscheindarlehen als Kapitalanlageobjekt eignen, soll im zweiten Kapitel nachgegangen werden. Um diese Frage beantworten zu können, müssen wir zunächst darlegen, wie es zur Kapitalbildung bei den einzelnen Versicherungszweigen der Individualversicherung kommt, welche Zusammenhänge zwischen Versicherungsgeschäft und Vermögensanlage bestehen und welche Grundsätze demzufolge die einzelnen Versicherungssparten bei der Auswahl ihrer Vermögensanlagen zu beachten haben.

Da die Versicherungsunternehmen bei ihren Anlageentscheidungen an zahlreiche gesetzliche, aufsichtsbehördliche und statutarische Vorschriften gebunden sind, soll auch auf sie, soweit

sie für die Gewährung von Schuldscheindarlehen relevant sind, eingegangen und ihre Bedeutung für den Umfang und die Struktur der Darlehensgewährung beleuchtet werden.

Bei der Frage nach der Eignung der Schuldscheindarlehen als Objekt der Kapitalanlage, geht es in erster Linie darum, inwieweit sie den Grundsätzen der Sicherheit, Liquidität und Rentabilität genügen. Infolgedessen sollen anschliessend die Eigenschaften der Schuldscheindarlehen ausführlich beschrieben und es soll erörtert werden, welche wirtschaftliche Bedeutung die Schuldscheindarlehen gegenüber den Industrie-Obligationen für die Versicherungsunternehmen haben können und unter welchen Voraussetzungen es für die Versicherungswirtschaft vorteilhaft ist, sich des Schuldscheindarlehens oder der Industrie-Obligation als Anlagemittel zu bedienen.

Wie sich die Schuldscheindarlehen in der Nachkriegszeit entwikkelt und welche Faktoren ihre Expansion beeinflusst haben, soll im dritten Kapitel abgehandelt werden. Zugleich soll ein Bild vom Umfang der Darlehensgewährung der Versicherungswirtschaft vermittelt und aufgezeigt werden, welches Gewicht den Schuldscheindarlehen innerhalb der Vermögensanlagen der Versicherungswirtschaft zukommt und welche Bedeutung sie für die Finanzierung der privaten Wirtschaft und der öffentlichen Hand erlangt haben.

Da die Expansion der Schuldscheindarlehen von einem gleichzeitigen Rückgang der Industrie-Obligation begleitet war, und da die sog."Funktionsunfähigkeit" des Kapitalmarktes auch dem Aufschwung des Schuldscheindarlehens zugeschrieben worden ist, wollen wir uns anschliessend mit der kapitalmarktpolitischen Bedeutung der Schuldscheindarlehen näher befassen.

Inwieweit sie als eine bleibende Einrichtung des Kapitalmarktes anzusehen sind und ob sie imstande sind, die Industrie-Obligation als Finanzierungsinstrument voll zu ersetzen, bildet den Gegenstand der Schlussbetrachtung.

Unser methodisches Vorgehen wollen wir jeweils zu Beginn der einzelnen Kapitel und Abschnitte darlegen, so dass wir uns an dieser Stelle weitere Erläuterungen ersparen können.

Erstes Kapitel: Begriff, Merkmale und Arten des Schuldscheindarlehens, Formen der Darlehensgewährung

A. Begriff und Merkmale des Schuldscheindarlehens

Obwohl dem Schuldscheindarlehen als Mittel der langfristigen Fremdfinanzierung und als Kapitalanlageobjekt seit Jahren eine grosse Bedeutung zukommt, gibt es keine "klare, in jeder Hinsicht befriedigende Definition"[1] des Begriffs.[2] Denn seine Wesensmerkmale sind zu zahlreich und die Möglichkeiten seiner Anwendung und praktischen Abwicklung zu vielfältig, als dass in wenigen Worten eine umfassende und brauchbare Definition gegeben werden kann.

Wir begnügen uns deshalb mit einer kurzen Beschreibung seiner spezifischen Merkmale und hoffen, auf diese Weise eine grundlegende Vorstellung unseres Untersuchungsobjektes vermitteln und es gegenüber verwandten Kreditgeschäften abgrenzen zu können.

---

1) Die Ergebnisse der Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte der Kreditinstitute, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 14. Jg.(1962), Nr. 8, S.3 (im folgenden zitiert als Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte).

2) So definiert z.B. Reinboth (a.a.O., S. 27f.) das Schuldscheindarlehen als anleiheähnlichen, meist langfristigen "Kredit gegen Schuldschein, der entweder bei mehreren vorwiegend Nichtbanken-Kapitalsammelstellen oder bei einer einzelnen Nichtbanken-Kapitalsammelstelle aufgenommen wird und bei dem, sofern eine Unternehmung Kreditnehmer ist, Verzinsung und Rückzahlung in erster Linie durch die Ertragsfähigkeit dieser Unternehmung gewährleistet sind". Seine Definition ist jedoch zu eng. Sie erfasst nicht die Schuldscheindarlehen auf Revolving-Basis und beachtet auch nicht, dass bei zahlreichen Schuldscheindarlehen kein Schuldschein ausgestellt wird.
Auch die von Staehle (a.a.O., S. 19) gegebene Definition befriedigt nicht. Er versteht unter einem Schuldscheindarlehen "ein Fremdfinanzierungsinstrument ..., das dadurch gekennzeichnet ist, dass eine oder mehrere Kapitalsammelstellen im Rahmen ihrer Vermögensanlage unmittelbar oder über einen Vermittler (Makler, Bank),jedoch ohne Zwischenschaltung der Börse, einem Unternehmen, einer öffentlichen Stelle oder einem Kreditinstitut ein meist langfristiges Grossdarlehen gewähren, wobei vom Darlehensnehmer zum Teil die Ausstellung eines oder mehrerer Schuldscheine verlangt wird". Nach seiner Definition zählen praktisch alle größeren Darlehen der Kapitalsammelstellen, mithin also z.B. sowohl Hypothekarkredite als auch Kommunaldarlehen der Sparkassen zu den Schuldscheindarlehen.

Da die Schuldscheindarlehen "auf Grund ihrer Ausstattung gewisse Ähnlichkeiten mit einer Anleiheaufnahme am Wertpapiermarkt aufweisen bzw. geeignet sind, eine Wertpapieremission zu ersetzen",[1] stellen wir die wesentlichen Merkmale der Schuldverschreibung denen des Schuldscheindarlehens gegenüber. Neben den wirtschaftlichen Merkmalen interessieren uns auch die rechtlichen. Sie beeinflussen den unterschiedlichen Grad der Verkehrsfähigkeit der beiden Anlageinstrumente. Ihre Kenntnis erleichtert zudem das Verständnis der verschiedenen Vertragskonstruktionen, die bei der Gewährung von Schuldscheindarlehen üblich sind.

I. Juristische Merkmale

Der Terminus "Schuldschein" wird zwar im Bürgerlichen Gesetzbuch in den §§ 371 und 952 erwähnt, der Gesetzgeber hat jedoch von einer Legaldefinition des Schuldscheins abgesehen. Der Inhalt und die Grenzen seien nach dem besonderen Zweck der einzelnen Gesetzesvorschriften speziell zu bestimmen.[2]

Dagegen hat das Reichsgericht den Schuldschein als "eine die Schuldverpflichtung begründende oder bestätigende, vom Schuldner zum Zwecke der Beweissicherung für das Bestehen der Schuld ausgestellte Urkunde"[3] bezeichnet. Ein Schuldschein ist somit lediglich eine Beweisurkunde, durch welche die Beweislast vom Gläubiger auf den Schuldner übertragen wird. "Das Recht des Darlehensgebers besteht ... unabhängig von dem Schuldschein, der Darlehensgeber kann seine Forderung geltend machen, auch wenn er nicht im Besitz des Schuldscheins ist".[4] Behauptet der Darlehensgeber, den Schuldschein nicht mehr zu besitzen, so ist der Schuldner gegen Ausstellung einer öffentlich beglaubigten Quittung zur Zahlung verpflichtet.

Hierin unterscheidet sich der Schuldschein in rechtlicher Hinsicht wesentlich vom Wertpapier, in dem "ein privates Recht in der Weise verbrieft ist, dass zur Ausübung des Rechts die Inne-

1) Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte, a.a.O., S. 3.
2) M. Frank, Schuldscheindarlehen als Mittel der langfristigen Industriefinanzierung, Veröffentlichungen der Hochschule St.Gallen für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Herausgeber H.Bachmann u.a., Diss., Zürich und St. Gallen 1966, S.34.
3) Reichsgericht in Zivilsachen (RGZ), 116.Bd., S.173 u.a.
4) A. Hueck, Recht der Wertpapiere, 9.durchges. Aufl.,Berlin und Frankfurt a.M. 1963, S. 1f.

habung der Urkunde erforderlich ist".[1] Beim Wertpapier kann nur der durch die Urkunde Legitimierte die Leistung vom Schuldner verlangen. Es ist Legitimationspapier.[2]

Die in einem Schuldschein verbriefte Forderung wird nach schuldrechtlichen Regeln durch Abtretung nach §§ 398 ff. BGB übertragen. Der neue Gläubiger erwirbt dabei auch das Eigentum an dem Schuldschein: "Zediert der Darlehensgläubiger A seine Forderung an B, so erwirbt B auch ohne besondere Übergabe das Eigentum am Schuldschein"[3] gem. § 952 BGB. Dem Recht an der Forderung folgt hier also das Recht am Schuldschein.

Die Tatsache, dass der Schuldschein nur schuldrechtlich übertragen werden kann, schränkt seine Verkehrsfähigkeit ein. Der Zessionar muss sich nach § 404 BGB von dem Schuldner alle Einreden entgegenhalten lassen, die dem Schuldner schon gegenüber dem bisherigen Gläubiger z.B. aus Rücktritt, Anfechtung usw. zugestanden haben. Ist die abgetretene Forderung fehlerhaft oder nichtig, steht sie dem Abtretenden nicht zu, so erwirbt der Zessionar eine fehlerhafte bzw. keine Forderung.[4]

Die Verkehrsfähigkeit wird auch dadurch verringert, dass das Zessionsverfahren gegenüber der bei den Inhaberpapieren üblichen einfachen Eigentumsübertragung durch Einigung und Übergabe des Wertpapiers vergleichsweise schwierig und aufwendig ist. Das Schuldscheindarlehen ist deshalb nur für direkte schuldrechtliche Beziehungen zwischen wenigen Partnern geeignet. Auch hierin unterscheidet es sich wesentlich von den Wertpapieren, insbesondere von den Inhaberpapieren. Sie werden nach Sachenrecht gem. § 929 BGB übertragen. Da Sachen gutgläubig erworben werden können, ist auch für Wertpapiere gutgläubiger Erwerb möglich.

Wer durch Einigung und Übergabe das Eigentum am Wertpapier erworben hat, wird auch Berechtigter der im Wertpapier verbrieften Forderung. Dieses Forderungsrecht ist abstrakt, d.h. losgelöst vom Grundgeschäft."Was nicht in der Anleihe-Urkunde steht,

1) A. Hueck, a.a.O., S. 1.
2) B. Rehfeldt, Wertpapierrecht, ein Studienbuch, 8., erg.Aufl., München und Berlin 1966, S. 1f.
3) A. Hueck, a.a.O., S. 4.
4) Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 20. neubearb. Aufl., München und Berlin 1961, Anm. zu § 398 BGB.

gilt nicht, kann nicht für oder gegen den Inhaber geltend gemacht werden".[1] Deshalb kann der Schuldner dem Inhaber des Wertpapiers gegenüber nur solche Einreden geltend machen, die sich aus der Gültigkeit oder dem Inhalt des Wertpapiers ergeben oder die ihm direkt gegenüber dem Wertpapierbesitzer zustehen.

Die Verkehrsfähigkeit der Wertpapiere beruht somit auf ihrer abstrakten Wirkung und darauf, dass gutgläubiger Erwerb möglich ist und der Besitz der Urkunde genügt, um die Forderung geltend machen zu können.[2]

Der Gesetzgeber hat für den Abschluss eines Darlehensvertrages keine Form vorgeschrieben. Deshalb "gilt auch für den der Bestätigung eines Darlehensvertrages dienenden Schuldschein der Grundsatz der Formfreiheit".[3] Jedoch hat das Reichsgericht in seiner ständigen Rechtsprechung verschiedene Mindesterfordernisse des Schuldscheins erarbeitet.[4] Nach seiner Ansicht muss der Schuldschein den Beweis für den wesentlichen Inhalt der Schuldverpflichtung erbringen können. Er muss mindestens ein Schuldanerkenntnis des Schuldners sowie die wesentlichen Vereinbarungen über Fälligkeit und Verzinsung der Darlehensschuld enthalten. Das Wort Schuldschein ist nicht erforderlich.

Neben dem Schuldschein im engeren Sinne, der nur die Unterschrift des Schuldners trägt, kann deshalb auch der von beiden Parteien unterzeichnete Darlehensvorvertrag, der in der Praxis vereinfachend als Darlehensvertrag bezeichnet wird, dann als Darlehensschuldschein angesehen werden, wenn er ein Schuldanerkenntnis enthält, wenn also aus dem Vertragstext eindeutig hervorgeht, dass die Darlehensvaluta ausgezahlt worden ist. Die Auszahlung der Darlehenssumme kann auch nach der Ausstellung des Schuldscheins erfolgt sein. Einfache Quittungen, Bestätigungsschreiben, Schriftwechsel über Darlehenskonditionen und schriftliche

1) H. Rittershausen, Industrielle Finanzierungen, Systematische Darstellung mit Fällen aus der Unternehmenspraxis, Wiesbaden 1964, S. 187; im folgenden zitiert als Ind.Fin...
2) M. Frank, a.a.O., S. 34.
3) H. Rittershausen, Methoden der industriellen Fremdfinanzierung, in: Moderne Investitionsfinanzierung, Festschrift zum 10-jährigen Bestehen der Westdeutschen Finanzierungsgesellschaft m.b.H., Köln 1958, S. 100; im folgenden zitiert als Methoden...
4) Vgl. hierzu: RGZ Bd. 120, S. 98; Bd. 123, S. 399, Bd. 127, S. 169; ferner: H. Engelhardt, Die Aufwertung von Schuldscheindarlehen unter besonderer Berücksichtigung des Schuldscheinbegriffs, Diss., Jena 1930, S. 36ff.; M. Frank, a.a.O., S.33f.

Darlehensverträge, in denen der Darlehensnehmer seine Schuld nicht ausdrücklich anerkennt, gelten nicht als Schuldschein.[1] Dagegen sind nach Ansicht des Reichsgerichts[2] Darlehensvertrag und ein sich auf ihn beziehendes Empfangsbekenntnis des Darlehensschuldners zusammen als Schuldschein im Sinne des BGB zu betrachten. Deshalb gelten die von Kapitalsammelstellen gewährten Darlehen auch dann als Schuldscheindarlehen, wenn zunächst ein Darlehensvertrag abgeschlossen worden ist und nach der Darlehensauszahlung eine sich auf diesen Darlehensvertrag beziehende Empfangsbestätigung ausgestellt worden ist.[3]

II. Wirtschaftliche Merkmale

Während jedes Darlehen, über das ein Schuldschein zur Beweissicherung zugunsten des Gläubigers ausgefertigt wird, (rechtlich) als Schuldscheindarlehen bezeichnet werden könnte, hat sich in neuerer Zeit diese Bezeichnung jedoch namentlich für bestimmte Grossdarlehen eingebürgert,[4] bei denen häufig auf die Ausstellung eines Schuldscheines verzichtet wird.[5]

Das Schuldscheindarlehen der Finanzpraxis ist also nicht durch die Ausfertigung eines Schuldscheins charakterisiert, vielmehr zählen hierzu auch solche Darlehen, die rechtlich nicht als Schuldscheindarlehen zu qualifizieren sind.[6] Andererseits werden jedoch auch Darlehen, die gegen Schuldschein gewährt werden, dann nicht als Schuldscheindarlehen im Sinne der Finanzpraxis bezeichnet, wenn es sich bei diesen Darlehen praktisch um herkömmliche Bankkredite handelt. Hierzu zählen solche Darlehen, die meist von öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten vornehmlich an öffentlich-rechtliche Körperschaften gegen Schuldschein ausgereicht werden.[7] So werden z.B. Kommunalkredite gegen Schuldschein gewährt, da alle Gemeindeordnungen "ein grundsätzliches Verbot der Bestellung besonderer Sicherheiten"[8] enthalten.

1) Vgl. H. Engelhardt, a.a.O., S. 58, S. 70 und S. 93.
2) RGZ, 131. Bd. S. 1 und S. 6.
3) Vgl. H. Reinboth, a.a.O., S.26.
4) Sondererhebung über Schuldscheindarlehen, a.a.O., S. 3.
5) Vgl. Schuldscheinlose Schuldscheindarlehen, in:ZfdgKW. Heft 17 (1962), S. 824.
6) H.O. Witte, Schuldscheindarlehen, Taschenbücher für Geld,Bank und Börse, Bd. 41, Frankfurt am Main 1966, S. 9.
7) H.O. Witte, a.a.O., S. 13.
8) F.K. Suren, Die Gemeindeordnungen in der Bundesrepublik, Bd. II, Gemeindewirtschaftsrecht, Köln, Berlin, München, Bonn 1960, S. 408.

Es ist also nicht jedes Darlehen, für das ein Schuldschein ausgefertigt worden ist, ein Schuldscheindarlehen im Sinne der Finanzpraxis. Sie hat diese Bezeichnung vielmehr nur jenen Darlehen vorbehalten, die hinsichtlich ihres Finanzierungszwecks, ihrer Darlehenshöhe und ihrer Ausstattung den Anleihen verwandt sind.

Welche gemeinsamen Merkmale weisen Schuldscheindarlehen und Obligationen auf? Worin bestehen die hauptsächlichen Unterschiede zwischen ihnen? [1]

Gemeinsam ist ihnen einmal, dass sie zur Beschaffung langfristigen Fremdkapitals dienen und dass es sich dabei zumeist um Beträge handelt, die in der Regel die Risikobereitschaft und Finanzierungskraft eines einzelnen Gläubigers übersteigen. [2] Die Verwandtschaft zwischen ihnen zeigt sich auch in ihrer Ausstattung. Sie ähneln sich - wie noch zu zeigen sein wird - vor allem in ihrer Laufzeit und Tilgung, in ihren Kündigungsmöglichkeiten und in der Art ihrer Sicherstellung. Beide sind jeweils mit einem Zinssatz ausgestattet, der für die gesamte Laufzeit fest vereinbart wird.

Schuldscheindarlehen unterscheiden sich jedoch von den Obligationen einmal durch das Verfahren der Aufnahme und Plazierung. Bei der Aufnahme einer Anleihe wendet sich der Kreditnehmer - in der Regel unter Einschaltung des Bankenapparates - mit einer öffentlich erfolgenden Zeichnungsaufforderung an die Gesamtheit der potentiellen Kapitalgeber. Dagegen spricht er bei der Aufnahme von Schuldscheindarlehen nur einen bestimmten Kreis möglicher Kapitalgeber entweder direkt oder über Kreditbanken und Finanzmakler an.

Während die Anleiheaufnahme insofern eine typisiert-anonyme Kreditgewährung darstellt, als "der Betrag der Forderung auf runde Beträge und typisierte Einheiten" [3] lautet und der einzelne Wertpapierkäufer dem Emittenten unbekannt bleibt, handelt

1) Um die Beschreibung überschaubar zu halten, begnügen wir uns an dieser Stelle damit, nur die wesentlichen Merkmale der Obligation und der sog. laufzeitkonformen Schuldscheindarlehen zu beschreiben.
2) Vgl. Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte, a.a.O., S.3.
3) H. Rittershausen, Ind.Fin., a.a.O., S. 16.

es sich bei der Schuldscheinfinanzierung zumeist um ein persönliches Kreditverhältnis, da der Darlehensnehmer bzw. der das Darlehen vermittelnde Makler mit jedem der möglichen Kapitalgeber einzeln Verbindung aufnehmen muss. Rittershausen betont deshalb als "das wirtschaftliche Begriffsmerkmal des Schuldscheindarlehens ... die direkte und individuelle - nicht typisiert-anonyme - Kreditgewährung".[1)]

Das Merkmal der "direkten" Kreditgewährung gilt jedoch nicht für alle Arten von Schuldscheindarlehen. So stellen z.B. bei den sog. Refinanzierungsdarlehen - wie weiter unten noch darzutun sein wird - die Darlehensgeber ihre Gelder den Darlehensnehmern nicht direkt zur Verfügung, sie schalten vielmehr ein Kreditinstitut in die Darlehensgewährung ein, das dabei bisweilen das volle oder einen Teil des Kreditrisikos übernimmt.

Auch das Merkmal der "individuellen" Kreditgewährung trifft nur für einen Teil der Schuldscheindarlehen zu. Als "individuell" kann die Darlehensgewährung zwar insofern bezeichnet werden, als der Darlehensnehmer bzw. der von ihm mit der Vermittlung beauftragte Makler an jeden potentiellen Kapitalgeber einzeln herantreten muss. Dagegen fehlt es bei den Kreditverhandlungen vielfach an der für persönliche Kreditverhältnisse typischen Individualität.[2)] Reinboth[3)] unterscheidet deshalb zwischen der Individualität des Schuldscheindarlehens in der rein technischen Durchführung der Kreditaufnahme und der Individualität der Kreditverhandlungen.

Die rein technische Abwicklung trage infolge der nicht-öffentlichen Darlehensaufnahme immer einen persönlichen Charakter. Dagegen könnten bei Schuldscheindarlehen grosser und bekannter Unternehmen mit hoher Kreditwürdigkeit und Anziehungskraft individuelle Kreditverhandlungen mit den einzelnen Kapitalgebern entfallen. Den angesprochenen Kapitalgebern bliebe nur die Möglichkeit, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen. Von einem "wirklich persönlichen Kreditverhältnis" könne man nur bei der Darlehensaufnahme durch kleinere Unternehmen sprechen. Sie müssten sich in der Regel auf Kreditverhandlungen einlassen, falls die von ihnen gebotenen Konditionen den Kapitalgebern nicht zusagten.

1) H. Rittershausen, Methoden, a.a.O., S. 99.
2) H.O. Witte, a.a.O., S. 11.
3) H. Reinboth, a.a.O., S. 31.

Reinboths Aussage ist u.E. nicht generell gültig. Auch grosse und als kreditwürdig geltende Darlehensnehmer sind u.U. gezwungen, in Kreditverhandlungen einzutreten und die Konditionen ihrer Darlehen den Wünschen der Kapitalgeber anzupassen.

Ob Kreditverhandlungen erforderlich sind, richtet sich danach, ob es gelingt, zu den von den Darlehensnehmern gebotenen Bedingungen genügend Darlehensmittel zu erhalten. Entsprechen die gebotenen Konditionen nicht den Wünschen der Darlehensgeber, so wird der Darlehensnehmer, falls er dringend langfristige Finanzierungsmittel benötigt, auch dann in Kreditverhandlungen eintreten, wenn es sich bei ihm um ein grosses und allseits bekanntes Unternehmen handelt.[1] Gegenüber kleineren Unternehmen besteht der Unterschied lediglich darin, dass diese Verhandlungen, zumindest bei grossen Konsortialdarlehen, auf die Ebene der Finanzmakler oder der das Darlehen vermittelnden Bank verlagert werden.

Schuldscheindarlehen unterscheiden sich von den Obligationen - wie schon angedeutet - auch durch den Grad ihrer Verkehrsfähigkeit. Sie sind nicht börsenfähig und deshalb auch nur beschränkt verwertbar. Da sie nicht notiert werden, unterliegen sie auch keinen Kursschwankungen[2]. Denn anders als für Wertpapiere, gibt es für sie keine zentrale Einrichtung wie die Börse, die Angebot und Nachfrage zusammenfasst und ausgleicht.

Da ihnen die Wertpapiereigenschaft fehlt, können sie nur durch Abtretung übertragen werden. Das Recht zur Abtretung wird jedoch vom Schuldner häufig eingeschränkt. Die Abtretung bedarf in der Regel seiner vorherigen Zustimmung. Er gestattet sie oft nur einmal oder nur zum Zwecke der Daueranlage.[3] Deshalb vermögen sich an Schuldscheindarlehen nur Kapitalanleger zu beteiligen, die über langfristige Anlagemittel verfügen.

Demgegenüber können auch jene Kapitalanleger Obligationen erwerben, die mit ihrem Kauf eine nur vorübergehende Anlage ihrer

1) So mussten z.B. die Hartmann & Braun AG. und die Hessische Elektrizitäts-AG., die im Jahre 1965 Schuldscheindarlehen zu 6,5% aufnehmen wollten, den Zinssatz auf 7% anheben, da die Darlehensgeber den ursprünglich angebotenen Zinssatz nicht akzeptierten. Vgl. Blick durch die Wirtschaft vom 23.6.1965, S. 1.
2) Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte, a.a.O., S. 3.
3) Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte, a.a.O., S.4.

freien Mittel bezwecken oder die auf die jederzeitige Liquidierbarkeit, die das Wertpapier zumindest theoretisch bietet, nicht verzichten wollen oder können.

Schuldscheindarlehen und Obligation unterscheiden sich weiter durch ihre verschieden grosse Stückelung. Während die kleingestückelten Obligationen schon mit geringen Beträgen und damit auch durch nicht-instituionelle Käufer erworben werden können, setzt die Beteiligung an Schuldscheindarlehen die vorherige Ansammlung erheblicher Kapitalbeträge voraus. Denn bei Schuldscheindarlehen handelt es sich in der Regel um Beträge von mehreren Millionen DM. Überschreitet die Darlehenshöhe die Finanzierungskraft eines einzelnen Gläubigers oder stehen der Übernahme des gesamten Darlehensbetrags anlagepolitische Bedenken oder aufsichtsbehördliche Vorschriften entgegen, so wird das ursprüngliche Schuldscheindarlehen zwar in Teilschuldscheine oder Teildarlehen aufgeteilt. Die Beträge dieser Teildarlehen belaufen sich jedoch in der Regel auf mindestens fünfzig- oder hunderttausend Mark, während z.B. die Stückelung der Anleihen schon ab hundert DM beginnt. Aus diesem Grunde werden Schuldscheindarlehen fast ausschliesslich von Kapitalsammelstellen, insbesondere von Kreditinstituten (vorübergehend) und Versicherungsunternehmen, gewährt. Die ausschliessliche Beteiligung institutioneller Anleger kennzeichnet wohl am besten die Eigenart des Schuldscheindarlehens.

Ein weiterer Unterschied gegenüber den Obligationen besteht schliesslich darin, dass der Kreis der Darlehensnehmer weiter gespannt ist. Obligationen können nur von den sog. emissionsfähigen Unternehmen begeben werden. Dagegen steht grundsätzlich auch kleinen und mittleren Unternehmen die Möglichkeit offen, Schuldscheindarlehen aufzunehmen.

Wegen der hohen Mindestbeträge der Schuldscheindarlehen bzw. der Teildarlehen bleibt die Zahl der Darlehensgläubiger begrenzt. Da die einzelnen Darlehensgeber dem Darlehensnehmer bekannt sind, eröffnen Schuldscheindarlehen den Beteiligten die Möglichkeit, aufgrund individueller Vereinbarungen während der Darlehenslaufzeit eine eventuelle Änderung der Darlehensbedingungen vorzunehmen. So ist es z.B. üblich, bei starken Änderungen des Zinsni-

veaus die Zinssätze der Schuldscheindarlehen dem veränderten Kapitalmarktzins anzupassen.

Aus den aufgezeigten Unterschieden zwischen Schuldscheindarlehen und Obligation, insbesondere aus ihrer unterschiedlichen Rechtsform und Verkehrsfähigkeit, und aus dem verschiedenartigen Verhältnis, das zwischen Anleihegläubiger und -schuldner einerseits und Darlehensgeber und -nehmer andererseits besteht, ergeben sich - wie noch darzulegen sein wird - die wesentlichen Vor- und Nachteile der beiden Finanzierungs- bzw. Kapitalanlageinstrumente für die jeweiligen Kapitalgeber und -nehmer.

B. Arten der Schuldscheindarlehen

Da für Schuldscheindarlehen keine juristischen Formvorschriften bestehen, die Darlehensverträge vielmehr frei gestaltet werden können, finden wir bei diesem Finanzierungsinstrument vielfältige Erscheinungsformen und Abwicklungsmöglichkeiten. Über sie soll im folgenden ein Überblick gegeben werden.

Schuldscheindarlehen lassen sich nach verschiedenen Kriterien einteilen. Wählen wir als Unterscheidungsmerkmal die Zeitdauer, für welche Schuldscheindarlehen von den Gläubigern im Verhältnis zur Gesamtlaufzeit des Darlehens übernommen werden, so können wir zwischen l a u f z e i t k o n f o r m oder f r i s t e n k o n g r u e n t f i n a n z i e r t e n Schuldscheindarlehen und Schuldscheindarlehen auf R e v o l v i n g - B a s i s unterscheiden.

Stellen wir darauf ab, wie die Schuldscheindarlehen vermittelt und plaziert werden, so haben wir zwischen d i r e k t e n und i n d i r e k t e n Schuldscheindarlehen zu unterscheiden.

Für die Typisierung der Schuldscheindarlehen bietet sich auch die Zahl der an der Darlehensfinanzierung beteiligten Gläubiger an. Wird das Darlehen nur von einem Gläubiger gewahrt, so liegt ein E i n z e l d a r l e h e n vor. Beteiligen sich mehrere Gläubiger an der Aufbringung der Darlehensmittel, so sprechen wir von K o n s o r t i a l d a r l e h e n .
Schuldscheindarlehen lassen sich schließlich auch nach der Person des Darlehensschuldners oder nach den Kreditunterlagen einteilen.

I. Laufzeitkonform finanzierte Schuldscheindarlehen

Die laufzeitkonform finanzierten Schuldscheindarlehen[1] sind dadurch determiniert, dass ihre Laufzeit formell und materiell langfristig ist und die Darlehensgläubiger die Darlehenssumme mit derselben Fristigkeit zur Verfügung stellen, mit der das Schuldscheindarlehen ausgestattet ist. Der Kreis der Darlehensgeber und die Darlehensbedingungen liegen für die gesamte Darlehenslaufzeit fest. Der Darlehensgläubiger kann vom Schuldner, wenn sich dieser vertragsgemäß verhält, die Rückzahlung der Forderung nicht vor Fälligkeit des Darlehens bzw., wenn ihm ein ordentliches Kündigungsrecht zusteht, nicht vor Ablauf der sog. Kündigungssperrfrist verlangen.[2] Vorher vermag er sich aus der Bindung nur durch Abtretung der Forderung an einen Dritten zu lösen, die meistens der Zustimmung des Schuldners bedarf.

Auch der Darlehensnehmer engagiert sich langfristig. Die vorzeitige Rückzahlung des Darlehens ist meistens vertraglich ausgeschlossen. Dem "Interesse des Schuldners an einer Abkürzung der Laufzeit bei unerwartet günstiger Liquiditätsentwicklung..." wird jedoch manchmal dadurch Rechnung getragen, "... dass man ihm die Befugnis zur Verstärkung der planmässigen Abzahlungsraten nach entsprechender Vorankündigung einräumt".[3] Er hat seinerseits die Garantie, dass ihm bei vertragsgetreuem Verhalten die Finanzierungsmittel langfristig zur Verfügung stehen.

---

1) Diese Darlehensform wird in der Literatur unterschiedlich bezeichnet. Während Büschgen (Industrielle Fremdfinanzierung durch Schuldscheindarlehen, in: Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht, 19.Jg., Heft 16(1966), S. 592) sie als "Schuldscheindarlehen mit kongruenter Refinanzierung oder laufzeitkonformer Plazierung" bezeichnet, verwendet Staehle (a.a.O., S. 32) für sie den Terminus "laufzeitkonforme Schuldscheindarlehen". Reinboth (a.a.O., S.34) gebraucht die Bezeichnung "fristkongruente Schuldscheindarlehen" und Münemann (Rentabilitäts- und Liquiditätsprobleme bei der Investitionsfinanzierung mit Schuldscheindarlehen, Manuskript, S. 27f.) nennt sie "allgemeine Schuldscheindarlehen".

2) Bei nicht vertragsgemäßem Verhalten des Schuldners, steht dem Gläubiger ein sog. ausserordentliches Kündigungsrecht zu.

3) M. von Bargen und H. Waeger, Vertragsgestaltung bei Schuldscheindarlehen, in: Versicherungswirtschaft, Halbmonatszeitschrift der Deutschen Individualversicherung, 18. Jg.(1963), S. 10.

II. Schuldscheindarlehen auf Revolving-Basis

Bei den von dem Münchener Finanzmakler Münemann entwickelten Schuldscheindarlehen auf Revolving-Basis geben die Geldgeber ihre Mittel für kürzere Fristen, als die Laufzeit des dem Darlehensnehmer zur Verfügung stehenden langfristigen Darlehens beträgt. Im Gegensatz zu den laufzeitkonform finanzierten Schuldscheindarlehen, divergieren hier also die Fristen der Mittelüberlassung und der Mittelbindung.

Die Langfristigkeit[1] dieser Darlehen wird dadurch erreicht, dass die Geldgeber entweder ihre Mittel nach Fristablauf immer wieder prolongieren oder dass, falls sie dazu weder willens noch imstande sind, andere Geldgeber die nicht prolongierten Beträge ersetzen. Während der gesamten Darlehenslaufzeit beteiligen sich eine Vielzahl im voraus nicht bestimmter Geldgeber an der Aufbringung der Darlehensmittel. Die durch dieses System vorgenommene Fristentransformation basiert somit auf den Methoden der Prolongation und der Substitution.[2]

Die Besonderheit dieser Schuldscheindarlehen beruht nicht so sehr auf dem Wesen des Schuldscheins, als vielmehr auf dem revolvierenden Einsatz nur kurzfristig verfügbarer Gelder für die langfristige Investitionsfinanzierung. Da die betriebs- und volkswirtschaftlichen Aspekte dieses Finanzierungssystems von verschiedenen Autoren ausführlich dargestellt worden sind[3] und da ihm heute nur noch eine geringe Bedeutung zukommt, soll auf seine Darstellung verzichtet werden. Wenn wir im folgenden von Schuldscheindarlehen sprechen werden, so sind damit nur die laufzeitkonform finanzierten Schuldscheindarlehen gemeint.

1) Die Darlehen des sog. direkten und indirekten Revolving-Systems sind nur materiell langfristig, da der die Gelder vermittelnde Makler bei diesen Systemformen lediglich verspricht, mit der "Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns" für die termingerechte Beschaffung der Gelder zu sorgen. Demgegenüber sind die Darlehen des sog. Systems 7 M auch formell langfristig. Hier verpflichtet sich der"Makler", die Darlehenssumme während der vertraglich vereinbarten Laufzeit, die bis zu 35 Jahre betragen kann, zur Verfügung zu stellen.

2) Über diese Methoden: E. Schmalenbach, Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung, 4., verb. u.erw. Aufl.,bearb. von R. Bauer, Köln und Opladen 1961, S. 134ff.

3) Siehe hierzu vor allem: R. Bitschnau, Das Revolvingsystem in der Industriefinanzierung, Frankfurt/Main 1959; A.v.Loesch, Das Revolving-Kreditsystem, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 1962 (Bd.118), S.462ff. (Weitere Quellen im Literaturverzeichnis).

C. Formen der Darlehensgewährung bei den laufzeitkonform finanzierten Schuldscheindarlehen

Die Schuldscheindarlehen lassen sich nach den Formen der Darlehensaufnahme in direkte und indirekte Schuldscheindarlehen scheiden.

Die Termini "direkte" und "indirekte" Schuldscheindarlehen werden in der Literatur nicht einheitlich verwendet. Die meisten Autoren[1] gebrauchen in Anlehnung an Rittershausen[2] als Abgrenzungsmerkmal die Zwischenschaltung eines Vermittlers bei der Darlehensgewährung. Unter "direkten Schuldscheindarlehen" verstehen sie Darlehen, die ohne Hilfe eines Maklers zustande kommen, bei denen der Darlehensnehmer mit dem oder den Darlehensgebern direkt in Verbindung tritt.

Als "indirektes Schuldscheindarlehen" bezeichnen sie Darlehen, an deren Zustandekommen ein Dritter beteiligt ist, dessen Beteiligung sich jedoch nicht auf die Vermittlung zu beschränken braucht. Er kann sowohl als blosser Makler als auch als zeitweiliger oder dauernder Darlehensgeber fungieren.[3]

Diese Begriffsbestimmungen sind für unsere Untersuchung nicht geeignet. Sie sagen zu wenig über die jeweiligen Funktionen und Risiken der an der Darlehensfinanzierung Beteiligten aus. Sie stehen zudem einer einheitlichen Terminologie für die laufzeitkonform finanzierten und für die Schuldscheindarlehen auf Revolving-Basis entgegen. Wir wählen deshalb als Unterscheidungsmerkmal zwischen direkten und indirekten Schuldscheindarlehen die Art der vertraglichen Beziehungen, die zwischen Darlehensgeber, Darlehensnehmer und einem eventuell mit der Vermittlung des Darlehens beauftragten Makler bestehen..

Direkte Schuldscheindarlehen definieren wir dadurch, dass bei ihnen Darlehensschuldner und (endgültiger) Geldgeber direkt miteinander kontrahieren, dass also eine direkte Kreditbezie-

1) Vgl. z.B. M. Frank, a.a.O., S. 54f.; Staehle, a.a.O.,S.33ff. H.O. Witte, a.a.O., S. 18ff.
2) H. Rittershausen, Methoden, a.a.O., S. 107.
3) H. Reinboth (a.a.O., S. 45), bei dem sich der Terminus "direktes Schuldscheindarlehen" nicht findet, spricht von "indirekter Schuldscheindarlehensaufnahme" dann, wenn "Kapitalsammelstellen einem Kreditinstitut ein Schuldscheindarlehen mit der Auflage gewähren, den Darlehensbetrag an eine oder mehrere von den Geldgebern benannte Unternehmungen weiterzuleiten.

hung zwischen ihnen geknüpft wird. Erfolgt die Darlehensgewährung ohne die Hilfe eines Vermittlers, so sprechen wir in Anlehnung an Büschgen[1] von u n m i t t e l b a r d i r e k t e r Darlehensgewährung. Ist ein Vermittler am Zustandekommen des Darlehens beteiligt und fungiert er nur als Makler, so liegt eine m i t t e l b a r d i r e k t e Darlehensgewährung vor. Büschgen[2] schreibt zwar, bei der unmittelbar direkten Darlehensgewährung werde das Darlehen nur von einer Kapitalsammelstelle gegeben. Diese Beschränkung ist jedoch zu eng. Dadurch werden die sog. direkten Konsortialdarlehen nicht erfasst, bei denen mehrere Kapitalsammelstellen die Darlehenssumme aufbringen, ohne die Dienste eines Vermittlers zu beanspruchen. Für die Unterscheidung zwischen mittelbar und unmittelbar direkter Darlehensgewährung soll es deshalb unerheblich sein, von wieviel Kapitalsammelstellen die Darlehensmittel gegeben werden.

Indirekte Schuldscheindarlehen sind dadurch determiniert, dass bei ihnen neben Darlehensgläubiger und Darlehensschuldner noch ein Dritter in die vertraglichen Beziehungen eingeschaltet ist, der nicht nur als Vermittler fungiert, sondern vorübergehend oder dauernd die Rechtsstellung des Darlehensgläubigers einnimmt.

I. Direkte Darlehensgewährung

1. Unmittelbar direkte Darlehensgewährung

Für das Zustandekommen eines Schuldscheindarlehens ohne Vermittler müssen Darlehensnehmer und -gläubiger eine Reihe von Voraussetzungen erfüllen.

Für den darlehenssuchenden Kapitalnehmer, insbesondere für ein Industrieunternehmen, ist es meist schwierig, eine Kapitalsammelstelle zu finden, die in der Lage und willens ist, den erforderlichen Darlehensbetrag zur Verfügung zu stellen. Infolgedessen ist es für den Darlehensnehmer vorteilhaft, wenn er bereits über eine Verbindung zur einer oder zu mehreren Kapitalsammelstellen verfügt.

---

1) H.E. Büschgen, a.a.O., S. 592.
2) H.E. Büschgen, a.a.O., S. 592.

Eine solche Verbindung kann bei Industrieunternehmungen auf einer versicherungsgeschäftlichen Betätigung, auf einer Kapitalbeteiligung oder einer früheren Kreditbeziehung beruhen.[1] Bei den Lebensversicherungsgesellschaften bilden vor allem die Gruppen- und Sammelversicherungsverträge sowie die Rückdeckungsverträge für betriebliche Pensionskassen geeignete Anknüpfungspunkte.[2] Im allgemeinen pflegen Industrieunternehmen direkte Beziehungen meist nur zu Sachversicherungsgesellschaften zu haben, die jedoch für die Darlehensgewährung - wie noch zu zeigen sein wird - von geringerer Bedeutung sind als die Lebensversicherungsgesellschaften.

Sofern jedoch die "kreditsuchende Unternehmung einen bekannten Namen und eine hohe Kreditwürdigkeit aufweist und über die erforderlichen Kenntnisse des Schuldscheinmarkts verfügt, kann sie auch ohne entsprechende Verbindung zu Kapitalsammelstellen den Weg der Selbstvermittlung beschreiten"[3] und auf die Dienste eines Maklers verzichten.

Bei der unmittelbar direkten Darlehensgewährung sollten sowohl die Darlehensgeber als auch die Darlehensschuldner über die Angebots- und Nachfrageverhältnisse am Schuldscheinmarkt genau Bescheid wissen. Nur die genaue Kenntnis der zur Zeit der Darlehensaufnahme üblichen Konditionen gibt die Gewähr dafür, dass beim Darlehensnehmer die Einsparung eventueller Vermittlungsgebühren nicht durch entsprechend schlechtere Darlehensbedingungen kompensiert wird.

Diese Gefahr dürfte für die Darlehensgeber im allgemeinen geringer sein, da neuerdings die am Markte üblichen Konditionen den Kapitalsammelstellen durch die zahlreichen Offertschreiben der Banken und Makler bekannt werden.[4]

Für die unmittelbare Darlehensgewährung ist weiter bedeutsam, dass die Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines industriellen Darlehensschuldners, der Eignung des Darlehens für den Deckungsstock und die Beschaffung der Unterlagen für die Genehmigung der sog. Deckungsstockfähigkeit des Schuldscheindarlehens[5] auf

1) Vgl. H. Reinboth, a.a.O., S. 37.
2) M. Frank, a.a.O., S. 54.
3) H. Reinboth, a.a.O., S. 38.
4) Vgl. unten S.27.
5) Vgl. unten S.74ff.

Seiten der Darlehensgeber Spezialkenntnisse voraussetzt, die zumindest bei den kleineren Kapitalsammelstellen ohne eine eigene Kreditabteilung kaum gegeben sein dürften.

Über den Anteil der unmittelbar direkten Darlehensgewährung am gesamten Darlehensvolumen gibt es keine statistischen Angaben. Die Deutsche Bundesbank nimmt an, dass das Volumen der Direktgeschäfte zwischen Nichtbanken nicht sehr hoch zu veranschlagen sei, da neuerdings wohl nur noch wenige Darlehensgeschäfte völlig ohne Beteiligung von Banken und Maklern abgewickelt würden.[1] Frank schätzt, dass bei der gesamten deutschen Lebensversicherung der Anteil der unmittelbar direkten Darlehensgewährung kaum über ein Viertel hinausgehe.[2]

a) Einzeldarlehen

Bei der unmittelbar direkten Darlehensvergabe handelt es sich vornehmlich um sog. Einzeldarlehen, d.h. um Schuldscheindarlehen, die von einer einzelnen Kapitalsammelstelle gegeben werden. "Das direkte Einzelschuldscheindarlehen ist der einfachste und in seiner Abwicklung angenehmste und billigste Schuldscheindarlehenstyp, weil er ein völlig unkompliziertes und sehr individuelles Darlehensverhältnis verkörpert".[3]

Die billige und einfache Darlehensaufnahme erspart einerseits dem Darlehensnehmer eine Reihe von Kosten (z.B. Vermittlungsprovision und Treuhandgebühr). Sie ermöglicht ihm andererseits, dem Darlehensgeber eine bessere Rendite seiner Vermögensanlage dadurch zu gewähren, dass er ihm einen Teil seiner Kostenersparnis in Form eines höheren Zinssatzes zukommen lässt. Das direkte Einzeldarlehen bietet dem Darlehensgeber zudem die Möglichkeit, versicherungsgeschäftliche Interessen, die sogenannten Koppelungsgeschäfte, zu verfolgen.

Steht die Darlehensgeberin mit dem Darlehensschuldner bereits in kreditgeschäftlichen Beziehungen, so ist sie über die wirtschaftliche Lage und Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers

1) Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte, a.a.O., S.3.
2) M. Frank, a.a.O., S. 54.
3) W. Staehle, a.a.O., S. 34.

meist so gut orientiert, dass einer neuerlichen Schuldaufnahme keine grossen Schwierigkeiten entgegenstehen.[1] Auch lassen sich - wegen der beschränkten Zahl der Vertragspartner - eventuelle Vertragsänderungen wie z.B. die Anpassung des Zinssatzes an die Marktlage leichter durchführen als bei Konsortialdarlehen.

Den Vorteilen des Einzeldarlehens steht als wesentlicher Nachteil für den Darlehensschuldner der relativ geringe Darlehensbetrag gegenüber.[2] Der Kapitalbedarf des Darlehensnehmers darf die"Finanzierungskraft" des Darlehensgebers nicht übersteigen. Die einzelne Kapitalsammelstelle muss ihre Darlehensvergabe auf ihr für Neuanlagen verfügbares Mittelaufkommen abstimmen. Sie ist vor allem aus Sicherheitserwägungen nur bereit, einen bestimmten Teil ihrer Vermögensanlagen in Schuldscheindarlehen zu investieren. Innerhalb dieser Anlagekategorie versucht sie die Risiken dadurch zu streuen, dass sie ihre Einzelengagements gering hält. Sie hat zudem bei der Auswahl der Anlageobjekte die entsprechenden gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften zu beachten.[3]

---

1)Vgl. W. Staehle, a.a.O., S. 34.

2)Hierauf weisen Staehle (a.a.O., S. 33) und Witte (a.a.O., S. 19) hin.

3) So schreibt z.B. die Versicherungsaufsichtsbehörde vor, dass nach dem sog. "Vereinfachten Verfahren für Genehmigungen von Vermögensanlagen" (Rundschreiben des BAV R 4/55 vom 2. März 1955 an alle dem BAV unterstehenden Versicherungsunternehmen, abgedruckt in: VerBAV, 4. Jg.(1955), S.64) "insgesamt nur 20 v.H. der jährlich zu Neuanlagen verfügbaren Mittel in Schuldverschreibungen und Schuldschein-Darlehensforderungen angelegt werden" dürfen und dass "im Einzelfall ... die Vermögensanlage ... bei Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen 1 v.H. der Deckungsmittel" nicht überschreiten soll.

Auf Grund dieser Vorschriften hätte z.B. die grösste deutsche Lebensversicherungsgesellschaft (Allianz-Lebensversicherung) ein Einzeldarlehen in Höhe von 44 Mio. DM und die nächst grösste (Alte Volksfürsorge) ein solches in Höhe von 20 Mio. DM gewähren können.

Die Gewährung von Einzeldarlehen setzt also voraus, dass "der Kreditbedarf der darlehenssuchenden Unternehmung relativ klein ist oder die finanziellen Mittel, die ein einzelner Geldgeber unter Berücksichtigung von Liquidität und Risiko zur Verfügung stellen kann, relativ gross und für den Bedarf der Unternehmung ausreichend sind".[1)]

Wegen der unterschiedlichen Bonität der Darlehensnehmer und wegen des unterschiedlichen Mittelaufkommens der Darlehensgeber lässt sich eine generelle Betragsgrenze, bis zu der die Aufnahme eines Einzeldarlehens möglich ist, nicht bestimmen.[2)]

Als Darlehensnehmer für Einzelschuldscheindarlehen kommen neben den öffentlich-rechtlichen Körperschaften "vornehmlich Klein- und Mittelbetriebe, welche die Voraussetzungen einer Schuldscheindarlehensaufnahme erfüllen können" in Betracht. Dagegen sind Einzelschuldscheindarlehen für "Grossbetriebe ... oft nicht ausreichend, vor allem wenn ihre Darlehensaufnahme eine Anleihebegebung ersetzen soll".[3)] Um ihren Kapitalbedarf decken zu können, bedarf es der gemeinsamen Beteiligung mehrerer Darlehensgeber.

---

1) H. Reinboth, a.a.O., S. 42.
2) Anderer Ansicht: W. Staehle und M. Frank, die nicht beachten, dass die "Anlagekapazität" der Versicherungsgesellschaften vor allem von der Höhe ihrer Kapitalbildung abhängt. Nach Staehle sei die untere Grenze für Einzeldarlehen bei 100.000 DM und die obere Grenze um 5 Mio DM zu suchen (Staehle, a.a.O., S. 33f.).
Frank (a.a.O., S. 53) gibt als Obergrenze 10 Mio DM an.
3) W. Staehle, a.a.O., S. 34.

b) Konsortialdarlehen

Bei Konsortialdarlehen[1] bringen mehrere Kapitalsammelstellen den Darlehensbetrag gemeinsam auf. Zwar ähnelt das Abwicklungsverfahren dieses Darlehenstyps dem Konsortialkredit der Banken. Zwischen den Darlehensgläubigern bestehen jedoch keine konsortialvertraglichen Beziehungen. Sie übernehmen vielmehr unabhängig voneinander einen Teil des Darlehens. "Die Rechtsbeziehungen zwischen den Darlehensgebern beurteilen sich ... nicht nach den Vorschriften über die Gesellschaft des bürgerlichen Rechts" wie meistens beim Konsortialkredit der Banken, "sondern es gelten die Regeln über die Bruchteilsgemeinschaft".[2]

Reinboth führt die Bezeichnung "Konsortial-Schuldscheindarlehen" darauf zurück, "dass dieser Ausdruck das Vorhandensein einer Mehrheit von Darlehensgebern treffend wiedergibt und dass ... der Zweck von Konsortialgeschäften, nämlich 'Risiko und Kapitalinanspruchnahme für den einzelnen Konsorten zu vermindern' bei Konsortial-Schuldscheindarlehen in gleicher Weise vorliegt".[3]

Das Gesamtdarlehen wird entweder in Teilschuldscheindarlehen aufgeteilt, die mit einheitlichen Konditionen ausgestattet sind[4] oder es wird nur ein Schuldscheindarlehensvertrag abgeschlossen, den sämtliche Beteiligten

---

1) Die Bezeichnung "Konsortialdarlehen" wird von den meisten Autoren (Vgl. z.B. Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S. 93, Frank, a.a.O., S.53) und auch vom BAV verwendet. Reinboth (a.a.O., S.42f.) bezeichnet diese Darlehen genauer als "Konsortial-Schuldscheindarlehen" und gebraucht statt des Terminus "Einzeldarlehen" den Ausdruck "Einzel-Schuldscheindarlehen".
2) H.O. Witte, a.a.O., S.20.
3) H. Reinboth, a.a.O., S.43.
4) Vgl. H. Reinboth, a.a.O., S. 43.

unterzeichnen. Der Darlehensschuldner leistet seine Zins- und Tilgungszahlungen an die einzelnen Darlehensgläubiger. Einer der Gläubiger übernimmt die Federführung für das Konsortium. Er erhält vertraglich das Recht, das Konsortium gegenüber dem Darlehensnehmer zu vertreten. Die Konsorten können jedoch die ihnen zustehenden Rechte auch ohne Mitwirkung der anderen Partner ausüben.[1)]

Für das Konsortialdarlehen vorgesehene Sicherheiten werden aus Kosten- und Vereinfachungsgründen für die Konsortialführerin bestellt und von ihr, soweit sie nicht die eigene Darlehensquote sichern sollen, treuhänderisch für die übrigen Konsorten verwaltet.

Für das Zustandekommen der unmittelbar direkten Konsortialdarlehen müssen verschiedene Voraussetzungen vorliegen.[2)] Der Darlehensnehmer muss zu den Spitzenunternehmen der gewerblichen Wirtschaft zählen und seine Bonität muss als so gut bekannt sein, dass die Darlehensgeber auf die Dienste eines die Kreditwürdigkeit prüfenden Maklers oder Kreditinstituts verzichten können.

Er muss über gute Geschäftsbeziehungen zu einem grösseren Versicherungsunternehmen verfügen, das bereit ist, die Konsortialführung zu übernehmen und die restlichen Teildarlehen bei befreundeten Kapitalsammelstellen unterzubringen.[3)] Sein Kapitalbedarf darf die Anlagekapazität einer begrenzten Zahl von Kapitalsammelstellen -meist zwei bis fünf- nicht übersteigen.

Unmittelbar gewährte Konsortialdarlehen sind vornehmlich im Individualversicherungsbereich üblich, wo sie meist von verschiedenen Konzernunternehmen gegeben werden.

Durch Konsortialdarlehen vermag der Darlehensnehmer zwar grössere Beträge als bei Einzeldarlehen aufzunehmen. Jedoch übersteigt gerade der Kapitalbedarf der grossen Unternehmen oft die Finanzierungskraft eines begrenzten Konsortiums, so dass es erweitert werden muss und damit die

1) Vgl. H.O. Witte, a.a.O., S. 19f.u. W. Staehle, a.a.O., S.36.
2) Vgl. H.O. Witte, a.a.O., S. 19 und W. Staehle, a.a.O., S.35f.
3) Vgl. H. Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S.95.

Einschaltung von Maklern erforderlich ist, welche die Darlehensaufnahme verteuert.

Gegenüber dem Einzeldarlehen bestehen die Vorzüge des Konsortialdarlehens für den Darlehensgläubiger darin, dass es ihm "die Übernahme schon relativ kleiner Teilabschnitte, etwa von 50.000 DM an"[1] erlaubt. Die grossen Versicherungsgesellschaften vermögen deshalb, da sie ihr Einzelengagement geringer als bei Einzeldarlehen halten können, eine bessere Risikoverteilung zu erreichen. Zum andern wird auch der Kreis der potentiellen Darlehensgeber um die kleineren Versicherungsgesellschaften erweitert, die sich durch die Übernahme kleinerer Teildarlehen an den als sicher geltenden Schuldscheindarlehen industrieller Spitzenunternehmen beteiligen können. Jedoch dürften wegen der grösseren Anzahl von Darlehensgebern die sog. Koppelungsgeschäfte weniger gut durchsetzbar sein als bei Einzeldarlehen.

2. Mittelbar direkte Darlehensgewährung

Der überwiegende Teil der Schuldscheindarlehen wird heute, wie schon angedeutet, mit Hilfe von Vermittlern gewährt. Die Gründe hierfür liegen teils beim Darlehensnehmer, teils bei den Darlehensgebern.[2]

Die darlehenssuchenden Industrieunternehmen verfügen oft über keine oder über nicht ausreichende Kontakte zu den für eine Darlehensgewährung infrage kommenden Kapitalsammelstellen oder ihr Kapitalbedarf übersteigt deren Finanzierungskraft, so dass für die Darlehensaufnahme ein grösserer Kreis von Darlehensgebern nötig ist. Teilweise fehlen ihnen auch die hinreichenden Erfahrungen und die für die Aufnahme von Schuldscheindarlehen erforderlichen Spezialkenntnisse.

Letzteres trifft auch für eine Reihe kleinerer Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen zu, die sich nur gelegent-

1) H. Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S.107.
2) Vgl. hierzu u.a.: H.O.Witte, a.a.O., S.20, H.Reinboth, a.a.O., S.38 und W. Staehle, a.a.O., S.37.

lich an Schuldscheindarlehen beteiligen und für die es sich deshalb nicht lohnt, hierfür spezialisierte Sachbearbeiter anzustellen.

Als Vermittler fungieren Finanzmakler[1] und verschiedene Kreditinstitute. Während ursprünglich Schuldscheindarlehen fast ausschliesslich durch Finanzmakler vermittelt und plaziert worden sind, ist deren Bedeutung in den letzten Jahren immer mehr zurückgegangen. Mit dem Vordringen der emissionsfähigen Grossunternehmen als Darlehensnehmer schalteten sich die Grossbanken und die grossen Regionalbanken stärker in die Darlehensvermittlung ein. Sie dürfen zudem -im Gegensatz zu den Finanzmaklern- bei Schuldscheindarlehen der Versicherungswirtschaft die Treuhandschaft übernehmen, die sich im wesentlichen auf die Verwaltung der dinglichen Sicherheiten beschränkt.[2]

Neben ihnen haben sich einige Privatbankiers auf die Darlehensvermittlung spezialisiert. Sie wirken teilweise auch "durch Übernahme von Unterbeteiligungen ... an den Darlehensvermittlungen der Grossbanken mit".[3]

Während die Finanzmakler die Vermittlung von Schuldscheindarlehen wegen der dabei zu verdienenden Provisionen übernehmen, waren die Banken zunächst darüberhinaus daran interessiert, ihren Gross-Einlegern eine höhere Verzinsung ihrer Termineinlagen zu bieten als sie die Zinsverordnung zugelassen hat.[4] Daneben mögen auch Konkurrenzgründe eine wichtige Rolle spielen.

Sofern es sich bei den Darlehensschuldnern um Kunden der vermittelnden Bank handelt, ist sie am Gelingen der Darlehensfinanzierung auch deshalb interessiert, weil mit den Darlehensmitteln von ihr eventuell kurzfristig vorfinanzierte Investitionskredite konsolidiert werden können. Die Hausbanken sind für die Darlehensvermittlung auch deshalb besonders geeignet, weil sie aufgrund ihrer laufenden Ge-

1) Die beiden bekanntesten sind R. Münemann, München und die von Versicherungsgesellschaften gegründete Westdeutsche Finanzierungsgesellschaft mbH., Köln.
2) Vgl. v. Bargen/Waeger, a.a.O., S. 12.
3) H.O. Witte, a.a.O., S. 21.
4) Nach Aufhebung der Zinsverordnung unterliegen die "Haben-Zinsen" ab 1. April 1967 nicht mehr der Zinsbindung.

schäftsbeziehungen über die wirtschaftliche Lage und die Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers besonders gut orientiert sind. Eine kleinere Hausbank ist jedoch kaum zur Plazierung der Schuldscheindarlehen in der Lage, da sie "u.U. mit der Abwicklung derartiger von ihr selten übernommener Vermittlungen weniger vertraut"[1] ist.

a) Die Vermittlung direkter Einzeldarlehen

Die Vermittlung von Einzeldarlehen kommt in der Praxis häufig vor. Ihrer bedienen sich Darlehensnehmer mit geringem Kapitalbedarf, die noch über keine Kontakte zu Kapitalsammelstellen verfügen sowie "eine sehr grosse Anzahl kleinerer Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, die wenig Erfahrung mit der Vermögensanlage in Schuldscheindarlehen und keine hierfür spezialisierten Sachbearbeiter haben".[2] Dagegen wird bei grossen Darlehen in der Regel die Hilfe von Maklern beansprucht.

b) Die Vermittlung direkter Konsortialdarlehen

Bei der mittelbar direkten Gewährung von Konsortialdarlehen beauftragt das an einer Darlehensaufnahme interessierte Unternehmen einen Makler, ihm die erforderlichen Darlehensmittel zu beschaffen. Der Makler überprüft zunächst die Kreditwürdigkeit des darlehenssuchenden Unternehmens anhand der ihm gelieferten Unterlagen und versucht abzuschätzen, ob für das Darlehen Aussicht auf Erteilung der Deckungsstockfähigkeit durch das BAV besteht. Bei positivem Ergebnis seiner Prüfung legt er mit dem Darlehenssucher die Bedingungen fest, zu denen er das Darlehen plazieren will. Der Makler macht dem Darlehensnehmer eine sog. "Vermittlungs-Offerte", die "zumindest folgende wesentliche Daten enthalten muss: (1) Vorgesehener Darlehensbetrag, (2) Laufzeit, (3) Zinssatz, (4) Auszahlung, aufge-

1) H. Reinboth, a.a.O., S.39, Vgl. auch: H.O.Witte, a.a.O., S.21.
2) W. Staehle, a.a.O.,S. 38.

teilt nach Frei- und Tilgungsjahren, (5) eventuelle Kündigungsmöglichkeit seitens des Schuldners oder vermehrte Tilgung, (6) Angabe der vom Darlehensnehmer angebotenen Besicherung...".[1]

Nach Annahme seiner Offerte durch den Darlehenssucher versucht der Makler, das Darlehen oder Teile des Darlehens bei Kapitalsammelstellen unterzubringen. Nach Ansicht von Staehle wird"die Aufforderung zur Beteiligung an einem Konsortialdarlehen ... von (als Makler tätigen; HJ) Kreditinstituten überwiegend im börslichen Telefonverkehr abgegeben".[2] Diese Form der Plazierung gelingt u.E. jedoch nur, sofern es sich bei dem Darlehensnehmer um ein allseits bekanntes Spitzenunternehmen mit einem relativ geringen Kapitalbedarf handelt, der vorwiegend durch Kreditinstitute (vorübergehend oder dauernd) gedeckt werden soll.

In der Regel bedienen sich jedoch Kreditinstitute wie Makler eines sog. Offertschreibens, das alle wesentlichen Daten des zu plazierenden Schuldscheindarlehens enthält wie Darlehensbetrag, Zinssatz, Laufzeit, Tilgung und Kündigung, Sicherstellung, Deckungsstockfähigkeit, Auszahlungskurs, Stückelung und Valutierung.[3]

Bei Grossdarlehen und bei weniger bekannten Darlehensnehmern macht der Makler anhand eines Exposés weiter ausführliche Angaben über "Zweck und Entwicklung des Unternehmens, Beschreibung des Anlagevermögens, Umsatz und Beschäftigungszahlen sowie letzte Dividenden".[4] Nach der Zeichnungszusage der Kapitalsammelstellen wird zwischen Darlehensnehmer und jedem der Darlehensgeber ein sog. Teilschuldscheindarlehensvertrag geschlossen. Die Einzelverträge weisen -von der unterschiedlichen Höhe der gezeichneten Beträge und abweichenden Rückzahlungsterminen und Zinsterminen abgesehen- einheitliche Konditionen auf.[5]

---

1) F.W. Christians, a.a.O., S.285.
2) W. Staehle, a.a.O., S.42.
3) Vgl. H.Rittershausen, Ind.Fin..., a.a.O., S. 241.
4) H. Rittershausen, a.a.O., S. 110.
5) Vgl. hierzu: M. Frank, a.a.O., S.59, W. Staehle, a.a.O., S.42.

Ein besonderes Problem der Konsortialdarlehen bildet die Bestellung und Verwaltung der grundpfandrechtlichen Sicherheiten. Die Grundpfandrechte können einmal "innerhalb eines Gleichrangrahmens auf den Namen jedes Darlehensgebers in Höhe seiner Beteiligung am Konsortialdarlehen"[1] eingetragen werden. Da diese Art der Besicherung jedoch umständlich und für den Darlehensnehmer relativ teuer ist, weil er praktisch für jeden einzelnen Darlehensgeber Hypotheken- und Grundpfandrechte eintragen lassen müsste, werden die der Sicherung dienenden Grundpfandrechte meistens auf den Namen einer Treuhänderin bestellt.[2]

Fungiert eine Bank als Darlehensvermittlerin, so übernimmt sie die Treuhandschaft bei der Verwaltung der Sicherheiten. Reine Maklerfirmen sind als Treuhänder nicht zugelassen. Die Treuhandschaft erfolgt, um "durch Übertragung der Sicherheit auf den Treuhänder den Aufwand zu verringern, der entstehen würde, wenn jede Teilsicherheit durch die beteiligten Geldgeber getrennt verwaltet würde".[3] Da der Treuhänder zumeist den Zins- und Tilgungsdienst des Darlehensschuldners überwacht, wird dadurch auch die Verwaltung der Darlehensgeber entlastet.

Die Treuhänderin schliesst entweder mit jedem Darlehensgeber gleichlautende Treuhandverträge ab oder es wird von allen Beteiligten ein gemeinsamer Treuhandvertrag unterzeichnet. In ihm werden die jeweiligen Rechte und Pflichten der Treuhänderin genau festgelegt. Für ihre Tätigkeit erhält sie vom Darlehensschuldner eine laufende Treuhandgebühr von meist 1% p.a. erstattet.[4]

---

1) H. Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S.110f.
2) Vgl. W. Staehle, a.a.O., S. 43.
3) F.W. Christians, a.a.O., S. 290. Siehe auch v.Bargen / Waeger, a.a.O., S. 10.
4) Über die Probleme der Treuhandschaft und die Gestaltung des Treuhandvertrages: v.Bargen/ Waeger, a.a.O. S. 10 ff.

c) Die Funktionen des Vermittlers

Die mittelbar direkte Darlehensaufnahme unterscheidet sich von der indirekten -wie noch zu zeigen sein wird- vor allem durch die unterschiedlichen Aufgaben und Risiken, die der in die Darlehensgewährung eingeschaltete Dritte (Makler oder Kreditinstitut) übernimmt. Deshalb sollen die Aufgaben, die der Makler bei der direkten Darlehensgewährung je nach den bei den Darlehensgebern und -schuldnern vorhandenen Kenntnissen über die Schuldscheinfinanzierung in unterschiedlichem Maße erfüllt, kurz aufgezeigt werden.

Der Makler sorgt einmal für das Zusammenkommen der Darlehensgeber und -schuldner. Seine Vermittlerrolle ist erforderlich, weil für Schuldscheindarlehen keine, der Wertpapierbörse vergleichbare Einrichtung besteht, die Angebot und Nachfrage sammelt und auszugleichen versucht.

Er will das in Aussicht genommene Gesamtdarlehen möglichst vollständig unterbringen. Ob das gelingt, hängt im wesentlichen ab von der Bonität des darlehenssuchenden Unternehmens und von der Ausstattung des Darlehens sowie von den allgemeinen Angebots- und Nachfrageverhältnissen am Markt für Schuldscheindarlehen.[1] Die Kapitalsammelstellen haben bei der Auswahl ihrer Anlageobjekte die Grundsätze der Sicherheit, Liquidität und Rentabilität einerseits und die gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Anlagevorschriften andererseits zu beachten. Sie beteiligen sich nur an als sicher geltenden Schuldscheindarlehen.

Der Makler überprüft deshalb, bevor er den Vermittlungsauftrag übernimmt, die Kreditwürdigkeit des darlehenssuchenden Unternehmens[2] und versucht abzuschätzen, ob das Schuldscheindarlehen den besonderen Anforderungen des BAV für die Genehmigung der Deckungsstockfähigkeit genügen wird. Erweist sich das Unternehmen nicht als kreditwürdig, so wird er den Vermittlungsauftrag ablehnen. Zwar übt er seine

1) Vgl. unten S.158ff.
2) Siehe M. Frank, a.a.O.,S.57; H. Reinboth, a.a.O., S.39; W. Staehle, a.a.O., S.38; H.O. Witte, a.a.O., S.21.

Vermittlerrolle wegen der dabei zu erzielenden Provisionseinnahmen aus. Da sie jedoch weitgehend auf Vertrauensbasis erfolgt und er an guten und dauerhaften persönlichen Beziehungen zu den Kapitalsammelstellen interessiert ist, um auch in Zukunft Schuldscheindarlehen vermitteln zu können, wird er ihnen nur für sie geeignete Objekte anbieten. Die Geldgeber können somit auf die Sicherheit der von ihm angebotenen Schuldscheindarlehen weitgehend vertrauen, und sie werden bei der Prüfung der Kreditwürdigkeit des Schuldners mehr oder weniger entlastet.

Besteht keine Aussicht auf Genehmigung der Deckungsstockfähigkeit des Darlehens durch das BAV, so wird nach Meinung Rittershausens der Makler "den Auftrag nur übernehmen, wenn er andere Geldgeber verfügbar hat".[1] Rittershausen sagt allerdings nicht, welche anderen Geldgeber das sein können. Unseres Wissens vermitteln Finanzmakler grundsätzlich nur deckungsstockfähige Schuldscheindarlehen. Dies dürfte auch für als Makler tätige Kreditinstitute gelten. Sie legen aus Sicherheits- und Liquiditätserwägungen auf die Deckungsstockfähigkeit Wert, weil sie nur so die Gewähr haben, dass sie z.B. bei angespannter Liquiditätslage die Darlehen an einen grösseren Kreis von Geldgebern abtreten können.

Die Darlehensgeber wollen nicht nur sichere, sondern auch ausreichend liquide und rentable Anlageobjekte erwerben. Der Darlehensnehmer will seine Darlehensmittel zu möglichst günstigen Bedingungen aufnehmen. Der Makler muss deshalb versuchen, die unterschiedlichen Interessen der Beteiligten miteinander in Einklang zu bringen. Er muss darauf achten, dass das Darlehen den marktüblichen Bedingungen zum Zeitpunkt der Plazierung entspricht.

"Ausstattung ist Anpassung an den Markt".[2] Bei Schuldschein-

---

1) H. Rittershausen, Ind.Fin..., a.a.O., S. 240.
2) H. Rittershausen, Ind.Fin..., a.a.O., S. 189.

darlehen erfolgt die Anpassung -analog der Ausstattung von Anleihen- durch die Wahl des geeigneten Zinstyps, d.h. durch die richtige Kombination der drei Grössen Nominalzins, Auszahlungskurs und Rücknahmepreis sowie durch die Bestimmung der Tilgungsmodalitäten. Sie müssen den Kapitalanlegern zum Zeitpunkt der Darlehensaufnahme vorteilhaft erscheinen. Die Wahl des geeigneten Zinstyps setzt die genaue Kenntnis der sich laufend ändernden Angebots- und Nachfrageverhältnisse am Kapitalmarkt und der eventuell vorhandenen Zinstendenzen voraus. Diese Kenntnis vermag der Makler aufgrund ständiger Marktbeobachtung und vor allem durch die laufende Analyse der Ursachen des Erfolgs oder Mißerfolgs der von ihm oder von anderen Makler vermittelten Schuldscheindarlehen zu gewinnen.

Ob die Darlehensvermittlung gelingt, richtet sich schliesslich auch danach, wie aufnahmefähig der Schuldscheinmarkt ist. Da praktisch nur Kapitalsammelstellen Schuldscheindarlehen geben können, hängt die Plazierungsmöglichkeit der Vermittler von der Aufnahmefähigkeit der Kapitalsammelstellen, d.h. von der Höhe ihrer für eine Neuanlage verfügbaren Mittel und von ihrer Anlagebereitschaft ab. Selbst bei freien Anlagekapazitäten gehen die Kapitalsammelstellen wegen des Grundsatzes der Risikostreuung oft über bestimmte Höchstbeträge einer Anlagekategorie nicht hinaus. Deswegen können Grossdarlehen die Möglichkeiten weiterer Darlehensaufnahmen für längere Zeit blockieren, so dass selbst Schuldscheindarlehen erstklassiger Unternehmen bei zu grossen Darlehenssummen nicht voll plaziert werden können.[1)]

Der Makler muss auch deshalb über die jeweiligen Angebots- und Nachfrageverhältnisse am Schuldscheinmarkt genau Bescheid wissen. Er muss sowohl einen Überblick über die geplanten Darlehensaufnahmen haben als auch die Anlagebedarfe möglichst vieler Kapitalsammelstellen abschätzen können. Nur so ist es ihm möglich, den für die Plazierung der Schuldscheindarlehen geeigneten Zeitpunkt zu bestimmen und die richtige Ausstattung zu treffen.

1) Vgl. F.W. Christians, a.a.O., S. 282.

"Die Vermittlerfunktion ist betriebswirtschaftlich wichtig, da sie eine Ausgliederung eher betriebsfremder Funktionen bei den Versicherungen ... beinhaltet".[1] Sie ist deshalb für Darlehensgeber wie Darlehensnehmer vorteilhaft.

Die Vorteile für die Darlehensgläubiger sind darin zu sehen, dass sie durch die Tätigkeit des Vermittlers von den zahlreichen Vorverhandlungen und Vorprüfungen entlastet und nur mit entscheidungsreifen Projekten konfrontiert werden. Die Vermittler legen meistens sämtliche, für die Beantragung der Deckungstockfähigkeit erforderlichen Unterlagen vor und beraten die Darlehensgeber hierbei. Sie bieten ihnen zudem oft mehrere Schuldscheindarlehensbeteiligungen an, so dass die Kapitalsammelstellen die ihrer Anlagepolitik entsprechende Auswahl treffen können.[2]

Die Vorteile für den Darlehensschuldner bestehen darin, dass ihn der Vermittler über die richtige Ausstattung des Darlehens berät, die Entwürfe für die Darlehensverträge erstellt und die gesamte bei der Vermittlung anfallende Korrespondenz sowie die Abwicklung des Darlehens übernimmt. Der Darlehensschuldner spart dadurch entsprechende Verwaltungskosten, die in der Regel höher sind als die dem Vermittler für seine Dienste zu zahlende Provision in Höhe von meist 1/2 bis 1/4% des Darlehensbetrags.

Diesen Vorteilen steht als wesentlicher Nachteil gegenüber, dass der Vermittler sich gegenüber dem Darlehensschuldner nicht fest verpflichtet, die Darlehensmittel in der vereinbarten Höhe zu beschaffen. Er ist vielmehr berechtigt, den Auftrag nur teilweise auszuführen oder ihn ganz zurückzugeben. Das Risiko, dass die Darlehensaufnahme nicht oder nur unvollständig gelingt -ein Risiko mit dem bei angespannter Kapitalmarktlage grundsätzlich zu rechnen ist- trägt somit allein der Darlehensnehmer.

Da die Industrie bei der Planung ihrer langfristigen Investitionen mit festen Finanzierungsbeträgen rechnen will,

---

1) H.E. Büschgen, Industrielle Finanzierung durch Schuldscheindarlehen, in: Der Betrieb, Jg. 19 (1966) Heft 15, S. 550.
2) Vgl. W. Staehle, a.a.O., S. 38.

hat diese Form der Darlehensvermittlung immer mehr an Bedeutung verloren. An ihre Stelle trat die indirekte Schuldscheindarlehensaufnahme.

II. Indirekte Darlehensgewährung

Bei ihr tritt stets ein Kreditinstitut als primärer Darlehensgeber auf. Je nachdem, ob es nur vorübergehend oder dauernd als Darlehensgläubiger fungiert, können wir zwischen Schuldscheindarlehen auf Zessionsbasis und Refinanzierungs- sowie Globaldarlehen unterscheiden.

1. Indirekte Schuldscheindarlehen auf Zessionsbasis

Beim indirekten Schuldscheindarlehen auf Zessionsbasis gibt ein Kreditinstitut das Schuldscheindarlehen im eigenen Namen und für eigene Rechnung.[1] Ergibt seine eingehende Prüfung der von der darlehenssuchenden Unternehmung zur Verfügung gestellten Unterlagen, dass deren Bonität und die allgemeine Marktlage die Plazierung des Darlehens als gesichert erscheinen lassen und dass mit der Deckungsstockfähigkeit des geplanten Darlehens zu rechnen ist, so macht das Kreditinstitut dem darlehenssuchenden Unternehmen eine sog. "Übernahme-Offerte". Sie enthält neben den wesentlichen Daten des beabsichtigten Schuldscheindarlehens u.a. "die bedeutsame Erklärung, dass zu den genannten Bedingungen der Darlehensbetrag am vereinbarten Auszahlungstermin zur Verfügung gestellt wird, allerdings mit dem Vorbehalt, dass der endgültige Zufluss der Darlehensvaluta davon abhängig ist, dass das BAV die Verwendung des Darlehens als Deckungsstockanlage genehmigt".[2] Nimmt die darlehenssuchende Unternehmung diese Offerte an, und schliesst sie mit dem Kreditinstitut einen Darlehensvertrag ab, so ist es an die vertraglich vereinbarten Konditionen gebunden.

---

1) Vgl. hierzu: W. Staehle, a.a.O., S. 44.
2) F.W. Christians, a.a.O., S. 285f.

Ob ein Kreditinstitut die Verpflichtung, ein langfristiges Darlehen zu einem bestimmten Zeitpunkt zur Verfügung zu stellen, eingehen kann, hängt einmal von seiner eigenen Grösse und Liquiditätslage und zum andern von der Darlehenshöhe, von der Bonität des Darlehensnehmers und der Ergiebigkeit des Schuldscheinmarktes ab. Da auch ein grosses Kreditinstitut aus Liquiditäts- und Sicherheitserwägungen solch hohe Engagements nur vorübergehend eingehen kann und will, versucht es, das Darlehen möglichst bald an andere Darlehensgeber abzutreten.[1] Es behält sich deshalb stets vertraglich das Recht der mindestens einmaligen Abtretung des Darlehens oder von Darlehensteilbeträgen zum Zwecke der Daueranlage vor.

Gelingt die Abtretung innerhalb der geplanten Frist vollständig, so handelt es sich auch bei diesem Darlehenstyp wirtschaftlich betrachtet um eine Darlehensvermittlung. Im Gegensatz zu der mittelbar direkten Darlehensgewährung läuft hier jedoch das Kreditinstitut ein Plazierungsrisiko und damit verbunden ein Liquiditätsrisiko. Es riskiert, dass es das Schuldscheindarlehen nur teilweise bei anderen Darlehensgebern unterbringen kann und es somit zumindest einen Teil der Darlehenssumme aus eigenen Mitteln geben muss. Diese Gefahr droht vor allem dann, wenn sich seit der Darlehenszusage der Kapitalmarktzins erhöht hat, so dass das nunmehr unterverzinsliche Darlehen nur noch mit einem entsprechend hohen Disagio zu plazieren ist. Diese Risiken "kann die Bank mindern, indem sie sich bereits vor Abschluss des Darlehensvertrages über die Aufnahmefähigkeit des Marktes orientiert, eventuell schon Vorverhandlungen mit potentiellen Übernehmern betreibt".[2]

Eigene Mittel muss das Kreditinstitut auch dann zur Verfügung stellen, wenn der Darlehensnehmer die sofortige Auszahlung des Darlehens wünscht, die für die Übernahme des Darlehens infrage kommenden Kapitalsammelstellen jedoch erst die Deckungsstockfähigkeit des Darlehens beantragen

---

1) Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte, a.a.O., S.4f. Vgl. auch unten S.168ff.
2) H.E. Büschgen, Ind.Fremdfinanzierung, a.a.O., S. 592

wollen, weil sie das Risiko der Nichtgenehmigung der Dekkungsstockfähigkeit nicht eingehen wollen.[1]

Um das Schuldscheindarlehen bei anderen Darlehensgebern plazieren zu können, fordert das Kreditinstitut die Kapitalsammelstellen anhand eines sog. Offertschreibens, das alle wesentlichen Angaben über die Höhe und Ausstattung des Schuldscheindarlehens sowie über die wirtschaftliche Lage des Darlehensschuldners enthält, zur Zeichnung von Darlehensteilbeträgen auf.[2]

Sagt eine Kapitalsammelstelle zu, einen bestimmten Teilbetrag des Schuldscheindarlehens zu übernehmen, dann tritt ihr das Kreditinstitut den gezeichneten Teilbetrag der Darlehensforderung mit Hilfe einer schematisierten Abtretungserklärung ab. Das Kreditinstitut teilt der Kapitalsammelstelle mit, dass es dem Darlehensnehmer ein mit einem bestimmten Prozentsatz verzinsliches Darlehen gewährt habe, und dass es hiermit den vereinbarten Teilbetrag nebst Zinsen vom Zessionszeitpunkt ab an sie abtrete.[3] Der Abtretungserklärung fügt es eine Abschrift des zwischen ihm und dem Darlehensnehmer abgeschlossenen Darlehensvertrages bei.

Im Zeitpunkt der Forderungsabtretung scheidet das Kreditinstitut aus der Kreditbeziehung aus.

Das indirekte Schuldscheindarlehen auf Zessionsbasis war während der Einbeziehung der Teilschuldscheindarlehen privater Schuldner in die Kapitalverkehrssteuerpflicht bei den Konsortialschuldscheindarlehen fast ausschliesslich verwendet worden, weil dadurch die Besteuerung der Teilschuldscheine vermieden werden konnte. Seit Abschaffung der Kapitalverkehrssteuer im Jahre 1965 werden über die von den Kapitalsammelstellen gezeichneten Teilbeträge vorwiegend wieder vom Darlehensschuldner unterschriebene sog. Teilschuldscheine ausgestellt, die bis auf die Höhe der Teildarlehenssumme und eventuell bis auf das Auszahlungsdatum gleichlautend sind.

---

1) Versagt das BAV die Genehmigung, so muss das Versicherungs-U. die Mittel dem quantitativ unbedeutenden sog. "restlichen Vermögen" entnehmen. Vgl. unten S. 92.
2) Vgl. W. Staehle, a.a.O., S.44ff., H.O. Witte, a.a.O., S.25f.
3) W. Staehle, a.a.O. S.44f.

Ist das Schuldscheindarlehen grundpfandrechtlich gesichert, so überträgt das Kreditinstitut die auf es eingetragenen Grundpfandrechte in Höhe des abgetretenen Darlehensteilbetrages auf den neuen Darlehensgeber. Dieser beauftragt das Kreditinstitut, die ihm übertragenen Grundpfandrechte treuhänderisch zu halten und sämtliche aus dem Darlehen resultierende Rechte und Pflichten für ihn wahrzunehmen.

Die Zins- und Tilgungszahlungen erfolgen über den Treuhänder, der sie an die einzelnen Darlehensgeber weiterleitet und der dafür zu sorgen hat, dass der Darlehensschuldner sie ihm rechtzeitig anschafft. Die Gläubiger haben dadurch die Gewähr, dass eine verantwortliche Stelle den Zins- und Tilgungsdienst überwacht, wodurch sich eine erhebliche Vereinfachung in der Darlehensabwicklung ergibt.[1)]

Die indirekte Schuldscheindarlehensgewährung bietet dem Darlehensnehmer den Vorteil, dass er eine feste Darlehenszusage erhalt, wodurch seine finanziellen Dispositionen erleichtert werden. Der Vorteil für den Darlehensgeber ist darin zu sehen, dass er-wie beim mittelbar direkten Schuldscheindarlehen-von vielerlei Verwaltungsarbeiten entlastet wird und dass die das Darlehen zedierende Bank im eigenen Interesse bei der Prüfung der Kreditwürdigkeit des Darlehensschuldners sehr strenge Maßstäbe anlegt, da sie ja damit rechnen muss, das Darlehen nicht vollständig bei Dritten unterbringen zu können.

Allerdings geht der Erwerber der Darlehensforderung grundsätzlich das Risiko ein, dass die zedierende Bank versucht, ihm Schuldscheindarlehen geringer Bonität abzutreten. Dieses Risiko dürfte jedoch deshalb gering einzuschätzen sein, weil die Bank an einer dauerhaften Geschäftsbeziehung zu den Kapitalsammelstellen interessiert ist, die durch einen derartigen Vertrauensbruch gestört würde.

Der Nachteil der indirekten Schuldscheindarlehen liegt für den Darlehensgeber darin, dass er i.d.R. keinerlei Einfluss auf die Vertragsgestaltung hat. Er kann lediglich versuchen, das Darlehen von der zedierenden Bank mit einem möglichst hohen Disagio zu erwerben.

1) F.W. Christians, a.a.O., S. 292.

2. Refinanzierungsdarlehen

Als Refinanzierungsdarlehen bezeichnet man von Kapitalsammelstellen an Kreditinstitute gewährte Schuldscheindarlehen, die mit der Auflage gegeben werden, einem von der Kapitalsammelstelle bestimmten Endkreditnehmer ein Darlehen gleicher Höhe und meist zu vom Darlehensgeber festgelegten Konditionen einzuräumen.[1)]

Mit diesen Darlehen soll also nicht die allgemeine Liquiditätslage eines Kreditinstituts verbessert werden. Es ist vielmehr verpflichtet, die ihm zur Verfügung gestellten Darlehensmittel weiterzuleiten. Das Kreditinstitut fungiert hier jedoch nicht als Vermittler, sondern als "haftungsmässig gebundene Zwischeninstanz".[2)] Es beteiligt sich entweder ganz oder teilweise am Kreditrisiko.

Bei diesem Darlehenstyp werden "zwei fast übereinstimmende Schuldscheindarlehensverträge... (1) zwischen dem eigentlichen Darlehensgeber und dem Kreditinstitut und (2) zwischen dem Kreditinstitut und dem endgültigen Darlehensnehmer"[3)] abgeschlossen, wobei der endgültige Darlehensnehmer und teilweise auch der Zinssatz, zu dem der Darlehensbetrag weitergereicht werden soll, entweder im ersten Schuldscheindarlehensvertrag oder auch nur innerhalb des Schriftverkehrs zwischen dem eigentlichen Darlehensgeber und dem Kreditinstitut festgelegt wird.[4)] Es bestehen also keine direkten Rechtsbeziehungen zwischen eigentlichem Darlehensgeber und endgültigem Darlehensnehmer.

Im Unterschied zum indirekten Schuldscheindarlehen auf Zessionsbasis, bei dem die darlehensgewährende Bank zum Zeitpunkt der Forderungsabtretung aus der Darlehensbeziehung ausscheidet und sich nur noch als Treuhänderin betätigt, bleiben beim Refinanzierungsdarlehen die Gläubiger-

---

1) Vgl. H. Rittershausen, Methoden, a.a.O., S.109.
2) W. Staehle, a.a.O., S.40.
3) W. Staehle, a.a.O., S.39.
4) Ebenda

Schuldner-Beziehungen zwischen darlehensausreichendem Kreditinstitut und endgültigem Darlehensnehmer einerseits und zwischen Kreditinstitut und eigentlichem Darlehensgeber andererseits während der gesamten Darlehenslaufzeit bestehen.[1)]

Das Refinanzierungsdarlehen kann sowohl für Darlehensgeber als auch für Darlehensnehmer und das zwischengeschaltete Kreditinstitut vorteilhaft sein.[2)]

Übernimmt das zwischengeschaltete Kreditinstitut das volle Kreditrisiko, dann besteht für den ursprünglichen Darlehensgeber nur ein geringes Bonitätsrisiko, da sich seine Forderung praktisch gegen ein Kreditinstitut richtet. Trägt das Kreditinstitut nur einen Teil des Kreditrisikos, so hat die darlehensgewährende Kapitalsammelstelle bei diesem Darlehenstypus immerhin die Gewähr, dass der endgültige Darlehensnehmer einer bankmässigen Kreditwürdigkeitsprüfung unterzogen wird und dass das zwischengeschaltete Kreditinstitut die Sicherheit des Schuldscheindarlehens laufend überwacht, so dass der eigentliche Darlehensgeber seinerseits auf eine laufende Überprüfung und Überwachung verzichten kann.

Manchen Kapitalsammelstellen ermöglicht das Refinanzierungsdarlehen erst, sich an der Industriefinanzierung zu beteiligen. Sei es, weil ihnen die personellen Voraussetzungen für die Bearbeitung von Industrie-Darlehen fehlen, sei es, weil ihre Anlagevorschriften oder ihre risikopolitischen Erwägungen eine direkte Darlehensgewährung an die gewerbliche Wirtschaft verbieten. So dürfen z.B. die Sozialversicherungsträger gem.§ 26 RVO Schuldscheindarlehen grundsätzlich nur an öffentlich-rechtliche Körperschaften geben. Die Darlehensvergabe an die gewerbliche Wirtschaft ist ihnen nur erlaubt, wenn öffentlich-rechtliche Körperschaften eine Bürgschaft übernehmen bzw. wenn die Darlehensnehmer als Sicherheiten mündelsichere Wertpapiere, sichere Hypotheken-, Grund- oder Rentenschulden verpfänden können.

---

1) Vgl. H.Reinboth, a.a.O., S. 48.
2) Siehe hierzu: H.Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S.109, W. Staehle, a.a.O., S.40f.; H.Reinboth, a.a.O., S.45f. und H.O.Witte, a.a.O., S.27

Durch die Zwischenschaltung eines Kreditinstituts wird einer Reihe von Unternehmen erst der Zugang zum Schuldscheinmarkt erschlossen. Das sind vornehmlich die dem Mittelstand zuzurechnenden gewerblichen Unternehmen, die den strengen Anforderungen der Kapitalsammelstellen oder ihrer Aufsichtsbehörden nicht genügen. Bei diesen Unternehmen wird "mit Vorliebe die Industriekreditbank AG, Düsseldorf, in die - allerdings nicht sehr häufigen - Refinanzierungsschuldscheindarlehen der Individualversicherungsunternehmen eingeschaltet".[1)]

Dem Vorteil, überhaupt Darlehensmittel zu erhalten, steht der Nachteil gegenüber, dass die Refinanzierungsdarlehen vergleichsweise teuer sind. Das zwischengeschaltete Kreditinstitut lässt sich sowohl "für die entstehende Arbeit als auch für die Haftungsübernahme je nach dem Grad (seiner HJ) Risikobeteiligung eine Provision von 1/2% bis 1% vom Darlehensbetrag zusätzlich vergüten".[2)]

3. Globaldarlehen

Als Globaldarlehen werden Schuldscheindarlehen an Kreditinstitute bezeichnet, über welche die Kreditinstitute frei verfügen können. Sie sind von den Banken während des Bestehens der Zinsbindung für Einlagen von Nichtbanken teilweise aufgenommen worden, um den Darlehensgebern eine höhere Verzinsung zu bieten als sie die Höchstsätze des Habenzinsabkommens zugelassen hätten. Bei diesen Schuldscheindarlehen handelte es sich somit "der Sache nach um längerfristige Bankeinlagen, die aus Zinsgründen in Form von Darlehen und nicht von Termineinlagen gekleidet"[3)] worden sind. Sie werden neuerdings von Kreditinstituten nur noch aufgenommen, um ihre Liquiditätslage zu verbessern oder um ihr langfristiges Kreditgeschäft ausdehnen zu können.

Den Darlehensgebern bietet das Globaldarlehen gegenüber dem Refinanzierungsdarlehen den zusätzlichen Vorteil, dass sie nur mit einem Kreditinstitut statt mit einer Vielzahl von Darlehensnehmern zusammenarbeiten müssen, wodurch sich sowohl bei der Vergabe als auch bei der Überwachung der Darlehen "verwaltungstechnische Einsparungen"[4)] ergeben.

1) W. Staehle, a.a.O., S. 40.
2) W. Staehle, a.a.O., S. 41.
3) M. Frank, a.a.O., S. 55.
4) W. Staehle, a.a.O., S. 41.

Zweites Kapitel: Schuldscheindarlehen als Objekt der Kapitalanlage der Individualversicherung

Vorbemerkung

Die Schuldscheindarlehen bilden heute bei den Lebensversicherungsunternehmen mit einem Anteil von über einem Drittel aller Vermögensanlagen das wichtigste Anlageobjekt, während ihr Anteil bei der Sachversicherung relativ gering ist.[1] Im folgenden soll untersucht werden, inwieweit sich Schuldscheindarlehen als Objekt der Kapitalanlage der Individualversicherung -worunter wir alle Versicherungszweige, -formen und -einrichtungen ausserhalb der Sozialversicherung verstehen- eignen.

Um diese Frage beantworten zu können, müssen wir zunächst klären, wie es zur Kapitalbildung bei den Versicherungsunternehmen kommt, welche Zusammenhänge zwischen Versicherungsgeschäft und Vermögensanlage bestehen und von welchen Grundsätzen sich die Versicherungsunternehmen bei der Anlage ihres Vermögens leiten lassen. Da Art und Umfang der Vermögensanlagen vor allem durch die Art des Versicherungsgeschäfts bestimmt werden, ergeben sich in der Anlagepolitik der einzelnen Versicherungszweige erhebliche Unterschiede, die wir am Beispiel der Lebens- und der Sachversicherung aufzeigen wollen.

Die Versicherungsunternehmen sind in ihren Anlageentscheidungen an zahlreiche gesetzliche, aufsichtsbehördliche und statutarische Vorschriften gebunden. Deshalb soll auch auf diese eingegangen und ihre Bedeutung für die Schuldscheindarlehensgewährung der Versicherungswirtschaft herausgestellt werden.

Inwieweit die Anlage in Schuldscheindarlehen den anlagepolitischen Erfordernissen der einzelnen Versicherungszweige gerecht wird und welche Risiken mit der Darlehensgewährung verbunden sein können, wird abschliessend analysiert. Wir vergleichen dabei die Vor- und Nachteile der Anlage in Schuldscheindarlehen mit denen in Industrie-Obligationen. Dieser

1) Vgl. unten S. 205ff.

Vergleich liefert uns eine Reihe von Faktoren, die für die Entwicklung und kapitalmarktpolitische Bedeutung, die den Gegenstand des nächsten Kapitels bilden, relevant sind.

Unsere Untersuchung ist auf die Individualversicherung beschränkt. Die Sozialversicherung hat nur eine verhältnismässig geringe Bedeutung für die industrielle Fremdfinanzierung erlangt. Ihre Darlehensgewährung erfolgt nicht nach marktwirtschaftlichen Prinzipien, sie hat hierbei vielmehr sozialpolitische Zwecke zu berücksichtigen. Ihr ist "eine Unterstützung der rein privaten Investitionstätigkeit -etwa durch den Ankauf von Industrieobligationen oder durch Hergabe von Direktdarlehen... nach den geltenden Bestimmungen (anders als nach den Richtlinien der Individualversicherung) praktisch nicht möglich".[1)]

A. Die Kapitalbildung in der Individualversicherung

Die Versicherungswirtschaft nimmt im System der Einrichtungen und Maßnahmen, welche die Wirtschaft zur Deckung menschlichen Bedarfs nach Gütern und Dienstleistungen entwickelt hat, eine Sonderstellung ein. Alle Versicherungsformen und -einrichtungen streben die Abdeckung eines Eventualbedarfs an, d.h. eines Bedarfs, der "dem Zeitpunkt und (oder) dem Umfange nach niemals mit Sicherheit, sondern nur mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit entstehen wird".[2)]

Die Vorsorgemöglichkeit gegenüber einem derartigen Eventualbedarf ergibt sich durch den Zusammenschluss möglichst vieler Individualwirtschaften zu einem Kollektiv. Dadurch können die im Einzelfall unbestimmten Risiken, sofern sie "nach Art und Höhe in etwa gleich"[3)] sind, insgesamt nach dem Gesetz der grossen Zahl mit einiger Sicherheit kalkuliert werden.[4)]

---

1) Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 1959, S. 23.
2) P. Braess, "Versicherungswesen", in: HDSW, Bd. 11, S. 239.
3) K. Hax, "Versicherungsbetrieb", in: HDSW, Bd. 11, S. 209.
4) Das Gesetz der grossen Zahl ist nach Braess (a.a.O., S. 240) das eigentliche Grundgesetz der Versicherung. Es besagt, "dass sich Tatbestände und Ereignisse, die in jedem Einzelfall zufällig, d.h. vom Wollen und Vermögen der betreffenden Einzelwirtschaft unbeeinflusst, eintreten, durch kollektive Zusammenfassung in regelmässige und kalkulierbare Massenerscheinungen verwandeln".

Die Sicherheit einer derartigen Kalkulation folgt sowohl aus einer theoretischen Deduktion auf wahrscheinlichkeitstheoretischer Grundlage als auch aus der Erfahrung.[1)]

Die Deckung dieses Eventualbedarfs, d.h. die Bereitstellung von Versicherungsschutz, ist die Hauptfunktion der Versicherung. Für den Versicherungsschutz und den darin liegenden Geldbedarf muss der Versicherungsnehmer einen bestimmten Preis, die sog. Versicherungsprämie, entrichten. "Weil die Versicherungsgesellschaft die Preise für ihre Leistungsversprechen (Prämie) zu Beginn der Zeiträume bekommt und bekommen muss, für die sie den Versicherungsnehmern Risiken abnimmt (z.B. Feuerversicherungsschutz für ein Kalenderjahr), andererseits aber der Unkostenbedarf und der Bedarf für Schadenzahlungen erst nach und nach während der Versicherungsdauer eintreten, ergeben sich Geldmittel, die für gewisse Zeiträume angelegt werden können".[2)] Daraus resultiert als abgeleitete Aufgabe der Versicherung ihre Funktion als Kapitalsammelbecken und Kapitalgeber.

Soweit die Versicherungsgesellschaften die sich bei ihnen ansammelnden Mittel in Form von Krediten und Darlehen der Wirtschaft zur Verfügung stellen, übernehmen sie ähnliche Funktionen wie die Kreditbanken auf dem Gebiet der mittel- und langfristigen Kreditgewährung. Während aber die Kreditgewährung die eigentliche Aufgabe der Kreditbanken bildet, ist sie bei den Versicherungsgesellschaften nur Nebenfolge des Versicherungsgeschäfts und durch dessen Erfordernisse begrenzt.[3)]

Ein weiterer Unterschied gegenüber den Kreditbanken besteht darin, dass die Kreditgewährung der Versicherungsgesellschaften nie das Ergebnis einer Kreditschöpfung ist, sondern dass sie die vorherige Kapitalbildung voraussetzt.[4)]

---

1) P. Braess, a.a.O., S. 240
2) L. Arps, Vertragsversicherung und Kapitalmarkt, a.a.O., S.1608.
3) W. Mercker, G. Müller, "Vermögensanlage und -anlagepolitik, Individualversicherung," in: HDV, Bd. 2, Sp. 2182.
4) W. Mercker, G. Müller, a.a.O., Sp.2182.

Die Fähigkeit, Kredite geben zu können, insbesondere die Höhe, Form und Fristigkeit der Kreditgewährung, wird durch die Art des Versicherungsgeschäftes bestimmt. Sie hängt vor allem von der sich bei den einzelnen Versicherungszweigen unterschiedlich vollziehenden Höhe und Fristigkeit der Kapitalbildung ab. Diese Fähigkeit ist deshalb in einigen Versicherungszweigen sehr ausgeprägt, in anderen hingegen relativ gering.

Wie kommt es nun im Zusammenhang mit der Erstellung des Versicherungsschutzes in der Lebens- und Sachversicherung zur Kapitalbildung?

I. Die Kapitalbildung in der Lebensversicherung

Entsprechend der Vielfalt der mit der Lebensversicherung angestrebten Ziele, entwickelte die Versicherungswirtschaft im Laufe der Zeit zahlreiche Vertragsformen, von denen die sog. Todes- und Erlebensfallversicherung oder gemischte Versicherung von mehr als 80 Prozent aller Versicherten bevorzugt wird.[1)]

Bei ihr schliessen Versicherer und Versicherter für eine bestimmte Zeitdauer einen Lebensversicherungsvertrag ab, in dem sich der Versicherte zu einer meist laufenden Beitragsleistung[2)] verpflichtet, während der Versicherer zusagt, beim Tode des Versicherten, spätestens jedoch bei Vertragsablauf, die vertraglich vereinbarte Versicherungssumme auszuzahlen.

---

1) Vgl. Grevemeyer, "Lebensversicherung, Abgekürzte", in: HDV, Bd. 1, Sp. 1273. Über die sonstigen Vertragsformen: L. Arps, "Lebensversicherung", in: HDV, Bd. 1, Sp. 1268ff, P. Braeß, "Lebensversicherung", in: HDSW, 6.Bd., S.550ff. Die wichtigsten Vertragsformen sind: 1. die abgekürzte Risikoversicherung auf begrenzte Zeit, 2. die reine Todesfallversicherung, 3. die Versicherung auf festen Zeitpunkt.Sie sind im Rahmen des gesamten Geschäftsvolumens der Lebensversicherung nur von geringer Bedeutung und auch die Kapitalbildung erreicht bei ihnen nur einen geringen Umfang. Sie sollen deshalb bei unserer Untersuchung ausser acht bleiben.

2) Daneben kommen auch einmalige Beitragszahlungen vor. Sie sind jedoch selten, da sie eine Ansparung des Versicherten voraussetzen.

Da der Versicherer die hierfür erforderlichen Mittel ansammeln muss, umfasst diese Versicherungsform neben der Deckung des Risikos auch einen Sparvorgang. Im Gegensatz zur Sachversicherung ist deshalb der überwiegende Teil der Prämieneinnahmen nicht für den Verbrauch im laufenden Jahr bestimmt, sondern dient der notwendigen und planmässigen Ersparnisbildung für künftige Versicherungsleistungen.

Für die Gewährung des Versicherungsschutzes haben die Versicherten bestimmte Beiträge zu entrichten, die zusammen mit eventuellen Vermögenserträgen dazu ausreichen müssen, am Ende eines bestimmten Zeitabschnittes sowohl die vorzeitig fällig werdenden als auch die nach Vertragsablauf auszuzahlenden Versicherungssummen und die den Versicherungsunternehmen bei ihrer Tätigkeit enstehenden Verwaltungskosten zu decken. Um die Versicherungsleistungen finanzieren zu können, bedienen sich die Versicherer des sog. Prämienverfahrens.[1)] Sie übernehmen das Risiko gegen eine feste Prämie. Entsprechend dem Grundgedanken dieses Verfahrens, müssen die Versicherer bei der Prämienkalkulation von der Gleichheit von Leistung und Gegenleistung während der Vertragsdauer ausgehen. Der Beitragsberechnung werden deshalb

---

1)Neben dem Prämienverfahren gibt es noch das Umlageverfahren oder System des tatsächlichen Jahresbedarfs und das Kapitaldeckungsverfahren. (Vgl. hierzu: K.Hax, Wesen, Bedeutung und Gliederung der Versicherung", in: Die Versicherung, hrsg.von W. Grosse u.a., Bd. 1, Wiesbaden 1962-1964, S. 1-53, G. Heubeck, "Finanzierungsverfahren", in: HDV, Bd. 1, Sp. 671ff. E. Falter, R. Hoffmann, A. Tosberg, "Prämie", in: HDV, Bd. 2, Sp. 1610).Beim Umlageverfahren werden die vom Versicherer innerhalb einer Deckungsperiode zu leistenden Schadenszahlungen auf die einzelnen Versicherungsnehmer umgelegt. Da je nach Schadensverlauf die auf diese Weise berechneten Beiträge sehr stark schwanken können, ist dieses Verfahren für die Lebensversicherung ungeeignet.
Beim Kapitaldeckungsverfahren werden sämtliche während der Versicherungsdauer anfallenden Schäden im voraus berechnet und auf die Versicherungsnehmer verteilt. Eventuell entstehende Defizite werden durch Nachschussforderungen an die Versicherten ausgeglichen. Auch dieses System scheidet wegen der möglicherweise notwendig werdenden Nachschussverpflichtungen der Versicherten für die Lebensversicherung aus.

"sämtliche während der Dauer der abgeschlossenen Versicherungsverträge anfallenden Versicherungsleistungen unabhängig vom Eintritt des Versicherungsfalles in einer bestimmten Rechnungsperiode zugrunde gelègt".[1] Die Prämie wird so kalkuliert, dass der sog. versicherungstechnische Wert der Beiträge immer den Leistungsverpflichtungen entspricht. Es werden auch die Ansprüche der Versicherten gesichert, für die der Versicherungsfall noch nicht eingetreten ist. Der Versicherte ist zu Nachschüssen nicht verpflichtet. Der Versicherer muss deshalb die Prämie besonders vorsichtig kalkulieren. Er riskiert, dass sie sich zukünftig als unzureichend erweist, um alle eingetretenen Schäden auszuzahlen, so dass ihm hieraus Verluste entstehen. Die Versicherer nehmen jedoch diese nachteilige Möglichkeit auf sich, weil die Versicherungsnehmer die feste Prämie der veränderlichen vorziehen.[2]

Eine genaue Prämienkalkulation setzt voraus, dass die Höhe der voraussichtlich anfallenden Schäden geschätzt werden kann.[3] Die Höhe des jährlichen Geldbedarfs des Versicherers zur Erstellung seiner Versicherungsleistung hängt von den vertraglich vereinbarten Versicherungssummen und den Verwaltungskosten einerseits und von den Fälligkeiten der Versicherungsverträge andererseits ab. Da die Versicherungsverträge sowohl nach Vertragsablauf als auch - im Todesfall des Versicherten - vorzeitig fällig werden können, wird das Ausmaß der jährlichen Auszahlungen für Versicherungsfälle von der statistisch feststellbaren Sterbewahrscheinlichkeit der Versicherungsnehmer mitbestimmt.

Die Versicherungsprämie wird unter Zugrundelegung sog. Sterbetafeln oder Absterbeordnungen berechnet, die Häufigkeitswerte für den Eintritt des Todes enthalten.[4]

1) G. Luckarsch, Die Kapitalanlage-Politik der privaten Lebensversicherungs-Unternehmungen im Hinblick auf die Erstellung kaufkraft-äquivalenter Versicherungsleistungen, Frankfurter Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Studien, Heft 5, Dissertation, Berlin 1959, S. 45.
2) Vgl. Falter, Hoffmann, Tosberg, "Prämie", a.a.O., Sp. 1610.
3) K. Hax, Wesen, Bedeutung und ..., a.a.O., S. 2341.
4) P. Braess, "Lebensversicherung", in HDSW, 6. Bd., S. 548.

Zwar ermöglicht die statistisch festgestellte Sterbewahrscheinlichkeit nur eine Aussage über ihren Verlauf in der Vergangenheit. Solange sich jedoch die sozialen, wirtschaftlichen und technischen Gegebenheiten in einem Lande nicht grundlegend ändern, kann man davon ausgehen, dass die Erfahrungen in der Vergangenheit auch für die Zukunft Geltung haben werden.[1)]

Die Prämie setzt sich aus den folgenden drei Komponenten zusammen:

1. aus der sog. Risikoprämie. Mit ihr werden die Zahlungsverpflichtungen für die während der Versicherungsdauer eintretenden Todesfälle erfüllt. Sie wird deshalb laufend verbraucht;
2. aus der sog. Sparprämie. Sie dient zusammen mit den Zinserträgen aus den Vermögensanlagen zum Aufbau der sog. Deckungsrückstellung, der jährlich soviel zugeführt wird, dass aus ihr die Versicherungssumme bei Fälligkeit gedeckt werden kann;
3. aus dem Verwaltungskostenzuschlag, aus dem die einmaligen und laufenden Verwaltungskosten bestritten werden.[2)]

Die Sterbetafeln zeigen, dass die Sterbenswahrscheinlichkeit mit zunehmendem Alter tendenziell ansteigt. Somit nimmt bei der Lebensversicherung das von dem Versicherer zu tragende Risiko in jedem Versicherungsfalle mit jedem Lebensjahr, um das der Versicherte älter wird, zu. Die laufenden Versicherungsprämien müssten deshalb, dem steigenden Sterblichkeitsrisiko entsprechend, von Jahr zu Jahr erhöht werden. Die Versicherungsunternehmen berechnen jedoch für die ganze Dauer der Versicherung stets gleichbleibende Prämien, um die Versicherten in späteren Jahren nicht stärker belasten zu müssen. Folglich entrichtet der Versicherte in den ersten Jahren des Versicherungszeitraumes höhere und in späteren Jahren niedrigere Prämien, als dem im jeweiligen Zeitabschnitt vom Versicherer zu tragenden Risiko entspricht. Die im ersten Abschnitt zuviel bezahlten Prämienteile legt der Versicherer

---

1) Vgl. G. Lukarsch, a.a.O., S.47.
2) z.B. Kosten für die laufende Verwaltung, für die Werbung, für die Abschlussprovision etc. Über die genaue Kalkulation der Zuschläge: Falter, Hoffmann, Tosberg, "Prämie" a.a.O., Sp. 1616.

zinstragend an. Das so gebildete Kapital dient dazu, die Zuschüsse zu ermöglichen, die dadurch erforderlich werden, dass die von dem Versicherten in den späteren Jahren zu zahlenden Beiträge nicht mehr voll zur Deckung des zunehmenden Sterblichkeitsrisikos ausreichen.

Die in der Prämie enthaltenen Sparanteile muss das Versicherungsunternehmen in die sog. Prämienreserve oder Deckungsrückstellung einstellen. Sie bedeuten praktisch eine Spareinlage des Versicherten, die langfristig angelegt werden kann.[1] Die Sparanteile der einzelnen Prämien sind so zu kalkulieren, dass das daraus gebildete Kapital zur Deckung der vertraglich vereinbarten Versicherungssummen bei Fälligkeit des Vertrages ausreicht. Die Sparanteile werden deshalb so festgesetzt, dass das Deckungskapital von Jahr zu Jahr stärker zunimmt als das Sterbewagnis.

Während der ersten Zeit der Versicherung ist die Sparprämie relativ klein, da die ganze Versicherungssumme "unter Risiko" steht und auch die Abschlusskosten vorwiegend zu Beginn der Versicherung aus der Prämie gedeckt werden. Der Sparprozess beginnt also langsam, wird aber während der Vertragsdauer immer gewichtiger, bis schliesslich die Prämienzahlungen gegen Ende der Versicherungsdauer fast nur noch aus Sparanteilen bestehen.[2]

---

1) Vgl. E. Falter, R. Hoffmann, "Prämienreserve", in: HDV, Bd. 2, Sp. 1620, P. Braess, "Lebensversicherung", a.a.O., S.549.

2) Vgl. G. Lukarsch, a.a.O., S.52 und L. Arps, Das Versicherungssparen, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Bd. 22, hrsg. von Ph. Möhrung und H. Rittershausen, Frankfurt am Main 1964, S.44; Arps verdeutlicht diesen Vorgang mit folgendem Beispiel: "Bei einer Versicherungsdauer von beispielsweise dreissig Jahren über eine Summe von 10 000 Mark wird nach 15 Jahren Laufzeit das Deckungskapital noch nicht die Hälfte der Versicherungssumme... betragen. Während der letzten Jahre wächst sie sehr viel schneller, weil einmal die unter Risiko stehende Summe... einen abnehmenden Teil der Gesamtprämie für Risiko beansprucht und zudem der Zinsertrag der Deckungsmittel, für den ein bestimmter Satz ... unterstellt wird, zuwachst. Wenn die Sparrückstellung auf 8 000 Mark angewachsen ist, so stehen von den angenommenen 10 000 Mark Versicherungssumme nur noch 2 000 Mark unter Risiko und es wachsen neben dem Sparanteil aus der Gesamtprämie der Sparrückstellung in einem Jahr auch noch 240 Mark Vermögensertrag zu".

Der Versicherer kann damit rechnen, dass die Vermögensanlagen bestimmte Zinserträge erbringen. "Solche Zinserträge rechnet er in der Höhe, wie sie über Jahrzehnte hinweg als erzielbar erachtet wird, in die Prämie ein".[1] Die Höhe der Prämie wird also auch durch den sog. Rechnungszinsfuss der Vermögensanlagen bestimmt.

Er bildet die unterste Grenze, mit der sich die Vermögensanlagen langfristig verzinsen müssen. Da die zu erwartenden Zinserträge zusätzliche Einnahmen bilden, kann die Prämie desto niedriger angesetzt werden, je höher die Zinserträge sind. Um jedoch möglichst zu verhindern, dass die Zinserträge unter den kalkulierten Rechnungszinsfuss sinken, legen die Versicherungsunternehmen ihrer Prämienkalkulation seit Jahren einen -von der Aufsichtsbehörde zu genehmigenden - Zinsfuss von nur drei Prozent zugrunde. Sie kalkulieren also mit einer Rendite ihrer Vermögensanlagen, die längerfristig kaum unterschritten werden dürfte. Da weder der Sterblichkeitsverlauf, noch das zukünftige Kostenniveau exakt vorhergesehen werden können, rechnen sie weiter mit Sterbetafeln, die höhere Sterbenswahrscheinlichkeiten enthalten, als tatsächlich anzunehmen ist. Sie kalkulieren ferner mit einem Verwaltungskostenzuschlag, der die zu erwartenden Kosten sicher decken wird[2], da sie bei ihrer Kalkulation das Prinzip der Sicherheit voll wirksam werden lassen, um den langfristigen Versicherungsschutz der Lebensversicherung über Jahrzehnte hinweg garantieren zu können.[3]

Auf diese Weise erzielen sie durchweg sehr hohe Überschüsse. Hierdurch ergibt sich jedoch für die Versicherten nur eine geringe Benachteiligung, da die Überschüsse fast vollständig über die sog. Gewinnrückstellung wieder an sie zurückfliessen. Die Gewinnguthaben der Versicherten werden in der Regel nicht sofort an sie ausgeschüttet oder mit fälligen Prämien verrechnet, sondern verzinslich angesammelt und erst bei Fällig-

---

1) Falter, Hoffmann, Tosberg, "Prämie", a.a.O., Sp. 1611.
2) Vgl. H. Jenson, "Bilanzanalyse", in: HDV, 1. Bd. Sp. 357f.
3) H.H. Mohr, H. Hofmann, Lebensversicherung, Bd. 5 der Schriftenreihe "Die Versicherung", Herausg. W. Grosse u.a. Wiesbaden 1965, S.145.

keit der Versicherungssumme ausbezahlt.[1)]

Neben den nicht verbrauchten Teilen der Risikoprämie und neben der Sparprämie, die jeweils in die Deckungsrückstellung eingehen, bilden somit die Gewinnrückstellung und die eventuell gutgeschriebenen Gewinnanteile der Versicherten eine weitere Quelle der Geldkapitalbildung der Lebensversicherungsgesellschaften.

Abschliessend sind noch die sog. Beitragsüberträge zu nennen. Sie ergeben sich daraus, dass die Prämien in der Regel während des ganzen Geschäftsjahres fällig werden, jedoch nur ein Teil von ihnen für den "Verbrauch" des laufenden Geschäftsjahres bestimmt ist. Der nicht verbrauchte Teil ist auf das folgende Geschäftsjahr zu übertragen. Da die formell kurzfristigen Beitragsüberträge laufend neu gebildet werden, entsteht ein gewisser Bodensatz, der den Versicherungsgesellschaften grundsätzlich langfristig zur Verfügung steht.[2)]

---

1) Ursprünglich wurden die Gewinnanteile an die Versicherten als sog. Versichertendividende ausbezahlt. Diese Form der Überschussverwendung ist heute nicht mehr üblich. Sie wurde zunächst dadurch ersetzt, dass die entstehenden Gewinnguthaben mit den fällig werdenden Prämien verrechnet wurden. Da aber bei dieser Methode die Nettoprämie jährlich neu zu berechnen war, trat an ihre Stelle die verzinsliche Ansammlung der Gewinnguthaben. Sie nehmen mit der Versicherungsdauer zu und werden zusammen mit der Versicherungssumme ausbezahlt.
Der Gewinnanteil kann weiter dazu dienen, die Versicherungssumme zu erhöhen. Er wird dann wie eine neben der vereinbarten regelmässigen Prämie gezahlte Einmalprämie gewertet. Der Gewinnanteil kann auch dazu beitragen, die Versicherungsdauer abzukürzen. In diesem Fall wird er dem Sparguthaben des Versicherungsnehmers zugeschlagen, das dadurch schon früher die volle Versicherungssumme erreicht als nach dem Vertrag vorgesehen ist. Bei diesem System hat der Versicherte das Recht, neben den vereinbarten Prämien weitere Beiträge zuzuzahlen, um so die Fälligkeit der Versicherungssumme vorzuverlegen. Vgl. L. Arps, Das Versicherungssparen, a.a.O., S. 79f.

2) Vgl. unten S. 56f.

II. Die Kapitalbildung in der Sachversicherung

Die Sachversicherung unterscheidet sich von der gemischten Lebensversicherung hinsichtlich der Form und Höhe der Kapitalbildung vor allem dadurch, dass in der Sachversicherung nur ein Risiko gedeckt wird. Bei ihr werden die Prämienzahlungen der während der Versicherungsdauer von einem Schaden nicht betroffenen Versicherten für die Schäden derer verbraucht, bei denen Schadenfälle eintreten. Versicherten, die schadenfrei geblieben sind, stehen somit am Ende der Versicherungsdauer keinerlei Ansprüche gegen die Versicherungsgesellschaft zu.

Hiervon machen allerdings jene Versicherungszweige -wie z.B. die Kfz.-Versicherung- eine Ausnahme, die den Versicherten bei Schadenfreiheit oder bei Überschüssen der Gesellschaft eine Prämienrückgewähr zusichern. Aus den hierfür zu bildenden Rückstellungen ergibt sich die Möglichkeit einer Geldanlage dadurch, dass sich die Bildung neuer Rückstellungen und die Auflösung früher gebildeter Rückstellungen teilweise überschneiden. Jedoch bleibt der Umfang dieser Mittel im allgemeinen gering.

Die Kapitalbildung in der Sachversicherung ist nicht mit einem Sparprozess der Versicherten verbunden, sie wird vielmehr vor allem durch das Verhältnis der Prämieneinnahmen zum Schadenverlauf bestimmt. Aus diesem Grunde ist sie einmal geringer als in der Lebensversicherung und zum andern vollzieht sie sich auch weniger stetig, da der Schadenverlauf heftig schwanken kann.

Aus welchen Quellen wird nun die Geldkapitalbildung in der Sachversicherung gespeist?[1)] Hier sind einmal die bereits erwähnten Beitrags- oder Prämienüberträge zu nennen.

Die Versicherungsverträge werden während des gesamten Geschäftsjahres abgeschlossen, wobei die Beiträge in der Regel

---

1) Siehe hierzu vor allem L. Arps, "Vertragsversicherung und Kapitalmarkt", in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. v. M. Palyi u. P. Quittner, 2. Aufl., Frankfurt/Main 1958, S. 1608ff. und K. Hax, "Versicherungsrechnungslegung", in: HDSW, Bd. 11, S. 227ff.

für ein Jahr im voraus zu entrichten sind. Bei der Versicherungsgesellschaft gehen somit laufend Prämienzahlungen ein, die für das gesamte Versicherungsjahr berechnet worden sind. Da jedoch der Bedarf für Schadenzahlungen und für Unkosten erst nach und nach während der Versicherungsdauer auftritt, ergeben sich Geldmittel, die zumindest vorübergehend angelegt werden können.

Sofern eine gleichmässige Verteilung der Abschlüsse über das ganze Jahr vorliegt, was normalerweise der Fall ist, kann man unterstellen, dass alle Verträge im Durchschnitt erst in der Jahresmitte beginnen. Die im Laufe eines Geschäftsjahres eingenommenen Prämien entfallen somit zur Hälfte auf das folgende Geschäftsjahr. Für diese Verpflichtungen, die im Laufe des nächsten Geschäftsjahres noch erwachsen können, bildet die Versicherungsgesellschaft eine Rückstellung, die als Beitrags- oder Prämienübertrag bezeichnet wird.

Der Gegenwert dieser Rückstellung könnte eigentlich nur kurzfristig investiert werden, da er ja dazu dient, die eventuell auftretenden Schäden zu regulieren. Da jedoch "sich in der Regel der Verbrauch früher eingenommener Jahresprämien und das Hereinkommen neu fällig werdender Prämien fortlaufend überschneiden, ergibt sich ein Bodensatz von Prämienteilen, die nicht sofort benötigt werden"[1] und der deshalb der Versicherungsgesellschaft längerfristig zur Verfügung steht.

Die Höhe dieses Bodensatzes wird einerseits durch die Art der Beitragszahlung und andererseits durch die Höhe des Geschäftsvolumens der Versicherungsgesellschaft bestimmt. Werden die Versicherungsprämien nur monatlich entrichtet, so sinkt der Bodensatz, wie er umgekehrt steigt, wenn die Prämien für mehr als ein Geschäftsjahr im voraus bezahlt werden. Er nimmt bei steigenden Geschäftsvolumen zu und geht bei dessen Schrumpfung entsprechend zurück.[2]

---

1) L. Arps, Vertragsversicherung..., S. 1608.
2) L. Arps, Vertragsversicherung..., S. 1608.

Als weitere Quelle der Kapitalbildung in der Sachversicherung ist die sog. Schadenrückstellung anzuführen. Sie wird für Schäden gebildet, die im abgelaufenen Geschäftsjahr zwar angefallen, jedoch noch nicht ausbezahlt worden sind. Von der Anmeldung eines Schadens bis zu seiner Regulierung verstreicht je nach dem Umständen des Schadenfalles ein mehr oder weniger langer Zeitraum. Die Auszahlung kann sich z.B. deshalb verzögern, weil noch nicht sicher ist, ob der Schaden überhaupt anerkannt werden kann oder in welcher Höhe und in welcher Form er zu vergüten ist. Von der Versicherungsgesellschaft muss deshalb am Bilanzstichtag "der voraussichtliche erforderliche Aufwand für alle bis dahin unerledigt gebliebenen Schadenanmeldungen zu Lasten des abgelaufenen Jahres als bilanzmässige Verbindlichkeit erfolgswirksam zurückgestellt werden".[1)]

Die Schadenrückstellungen werden von den Versicherungen auf Grund von bei ihnen eingehenden Schadenmeldungen und anhand von Schadentabellen geschätzt. Sie stellen zwar grundsätzlich einen in absehbarer Zeit nach dem Bilanzstichtag erforderlichen Aufwand dar. Da die Versicherer jedoch die Höhe der Rückstellungen sehr **grosszügig** schätzen, um sich so vor allzu grossen Schwankungen gegenüber den späteren effektiven Auszahlungen zu schützen, ergeben sich in der Regel sogenannte Abwicklungsüberschüsse. Sie stellen eine Art innere Reserve dar und stehen den Versicherern -sofern nicht unerwartet hohe Schäden eintreten- grundsätzlich ebenfalls längerfristig zur Verfügung.

Die Schadenrückstellungen bilden in den Bilanzen der Versicherer einen Passivposten von erheblichem Gewicht. Ihr Volumen hängt sowohl vom Umfang des Schadenanfalls als auch davon ab, mit welcher Schnelligkeit die Schäden reguliert werden. Es ist deshalb bei den einzelnen Versicherungsgesellschaften auch unterschiedlich hoch.[2)]

---

1) G. Harting, "Schadenreserve", in: HDV, Bd. 2, Sp. 1808.
2) Vgl. G. Harting, a.a.O.,Sp.1809, der feststellt, dass die Rückstellungen im Sachgeschäft bei rund der Hälfte der bezahlten Schäden liegt.

Es ergibt sich jedoch -ähnlich wie bei den Beitragsüberträgen- auch hier ein Bodensatz von Geldmitteln dadurch, dass sich die Entnahmen aus den Schadenrückstellungen und neue Zuweisungen an sie für bekannt gewordene, aber erst mit der Zeit abzuwickelnde Schäden überschneiden. Auch dieser Bodensatz entwickelt sich bei konstanter Schadenquote entsprechend der Veränderung des Geschäftsvolumens.[1)]

Werden Versicherungsleistungen für Personenschäden in Form einer Rente zugesagt, dann ist "mit dem Zeitwert dieser Rentenverpflichtungen ... das Jahr zu belasten, in dem die Prämie angefallen ist, aus der die Leistungspflicht erwuchs".[2)] Die Gegenwerte der dafür zu bildenden Deckungsrückstellung können teilweise langfristig angelegt werden, da die Entnahmen für Renten erst allmählich erfolgen.

Als letzte Quelle der Geldkapitalbildung ist schliesslich noch die sog. Schwankungsrückstellung zu nennen.
In manchen Versicherungszweigen schwankt der Schadenanfall in den einzelnen Geschäftsjahren oft erheblich. "Es hat sich gezeigt, dass ausser mit den nach -zum Teil durch mathematische Rechnungen belegten- allgemeinen Erfahrungsgrundsätzen zu erwartenden Jahresschäden in gewissen verschieden langen Intervallen mit Überschäden zu rechnen ist".[3)] Die Versicherungsgesellschaften bilden deshalb neben der Schadenrückstellung noch eine Rückstellung für schwankenden Jahresbedarf, die sog. Schwankungsrückstellung, die sowohl der Deckung sog. Überschäden als auch grundsätzlich aller versicherungstechnischen Verluste dienen soll.

Ihr Gegenwert, der allerdings nicht den Umfang der Prämienüberträge, Schaden- und Deckungsrückstellungen erreicht, die zusammen etwa drei Viertel der Prämieneingänge ausmachen, kann in der Regel nur kurzfristig angelegt werden, da die Versicherungsgesellschaft jederzeit auf ihn zurückgreifen können muss.

---

1) L. Arps, Vertragsversicherung...., S.1608.
2) Ebenda
3) K. Vassel, "Schwankungsrückstellung", in HDV, Bd. 2, Sp. 1829

Fassen wir zusammen:
Zwischen der Lebensversicherung und der Sachversicherung bestehen hinsichtlich der Fristigkeit und der Höhe der Kapitalbildung erhebliche Unterschiede.

Bei beiden bilden die Vermögensanlagen fast ausschliesslich den Gegenposten zu den Rückstellungen. Aber während die Rückstellungen der Lebensversicherungsunternehmen zum grossen Teil den Chrakter von langfristigen Spareinlagen der Versicherten haben, sind sie in der Sachversicherung hauptsächlich versicherungstechnisch bedingt und nur kurzfristiger Natur. In der Sachversicherung ist die Kapitalbildung nicht mit einem Sparprozess der Versicherten verknüpft. Sie wird im wesentlichen durch das Verhältnis von Prämieneinnahmen und Schadenverlauf bestimmt und ist daher hauptsächlich eine Kapitalbildung der Versicherungsunternehmen selbst. In ihr hängt der überwiegende Teil der Kapitalbildung damit zusammen, dass die Versicherungsprämien zu Beginn der Versicherungsjahre zu entrichten sind, Schäden jedoch erst während der Versicherungsjahre anfallen und oft erst nach einem längeren Zeitraum abgewickelt werden können. Die hierfür gebildeten Rückstellungen müssen zwar grösstenteils im Laufe des folgenden Geschäftsjahres aufgelöst werden. Da jedoch c.p. gleichzeitig in derselben Höhe Rückstellungen neu gebildet werden, steht ihr Gegenwert den Versicherungsgesellschaften grundsätzlich längerfristig zur Verfügung. Die Höhe dieses Bodensatzes wird durch die Höhe des Geschäftsvolumens und durch den Schadenverlauf bestimmt. Ein erhöhtes Geschäftsvolumen und eine sinkende Schadenquote erhöhen den Bodensatz und damit die Möglichkeit langfristiger Kapitalanlage, wie umgekehrt eine steigende Schadenquote und auslaufende Versicherungsverträge sinkende Rückstellungen bewirken, wodurch die Versicherungsgesellschaften u.U. gezwungen werden, die Gegenwerte der Rückstellungen, d.h. ihre Vermögensanlagen, zu liquidisieren.

Auch in der Lebensversicherung ergibt sich eine Kapitalbildung aus dem laufenden Bestand aus Eingang und Verbrauch

der Risikoprämien und aus den Gewinnanteilen. Der Umfang der Kapitalbildung in der Lebensversicherung hängt jedoch in erster Linie davon ab, wie hoch der Anteil der Sparprämie an den Versicherungsbeiträgen und wie hoch die Zinserträge aus den Vermögensanlagen sind und wann die Versicherungsverträge fällig werden. Da mit der Lebensversicherung ein langfristiger Sparprozess gekoppelt ist, können die Versicherungsgesellschaften über die Gegenwerte der Deckungsrückstellung langfristig disponieren.

Die Deckungsrückstellungen nehmen umso stärker zu, je jünger die Versicherungsverträge sind. Bei einem jungen Versicherungsbestand sind für die vertraglichen oder vorzeitigen Fälligkeiten nur geringe Beträge auszuzahlen, so dass die Einnahmen der Versicherungsgesellschaft aus Prämienzahlungen und Zinserträgen die laufenden Auszahlungen übersteigen.

Der Umfang der Kapitalbildung wird daneben durch die Entwicklung des Neugeschäfts bestimmt. Erst wenn es der Versicherungsgesellschaft nicht mehr gelingt, einen stets wachsenden Kreis von Versicherten zu gewinnen oder wenigstens ihre Vertragssummen konstant zu halten, kommt ein Zeitpunkt, in dem die Auszahlungen für Versicherungsfälle und -abläufe die Einnahmen aus Prämienzahlungen und Vermögenserträgen übersteigen und somit der Umfang der Geldkapitalbildung zurückgeht. Erst dann sind sie gezwungen, ihre Vermögensanlagen allmählich zu verflüssigen.

Die Kapitalbildung in der Lebensversicherung zeichnet sich gegenüber der in der Sachversicherung ausser durch ihre Grössenordnung auch durch ihre Stetigkeit aus. Da die gemischte Lebensversicherung mit der Versicherung einen langfristigen Sparvorgang verbindet, wird der Versicherte seine Beiträge auch dann entrichten, wenn -wie z.B. im Falle einer Rezession- seine Einkommensentwicklung der Ersparnisbildung wenig förderlich ist. Infolgedessen wird die Kapitalbildung in der Lebensversicherung auch während einer Rezession zunehmen, allerdings mit geringeren Zuwachsraten, da die Zahl der neu abgeschlossenen Verträge dann wohl sinken wird.

B. Zur Kapitalanlagepolitik der Individualversicherung

I. Die Bedeutung der Anlagepolitik

Die Versicherungsunternehmen müssen im Interesse ihrer Versicherten die sich bei ihnen als Gegenwert der Rückstellungen ansammelnden Gelder so anlegen, dass einerseits die dauernde Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge gewährleistet ist und andererseits eine grösstmögliche Rentabilität der angelegten Mittel erzielt wird.

Die allgemeinen Grundsätze und Ziele, nach denen sie sich bei der Auswahl und Bildung der Vermögensanlagen richten, werden unter dem Begriff der Anlagepolitik zusammengefasst. Es ist insbesondere eine Frage der Anlagepolitik, welche Anlageobjekte in welchem Umfang und in welchem Zeitpunkt im Rahmen der durch die gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften gegebenen Möglichkeiten erworben werden.

Die Vermögensanlage hat für die Höhe und Qualität der Versicherungsleistung zweifache Bedeutung: Einmal ist das Schicksal der Vermögensanlagen massgebend für die Ansprüche der Versicherungsnehmer und damit für die Qualität der Versicherungsleistung. Da die Vermögensanlagen vornehmlich den Gegenwert der Rückstellungen bilden, können eventuelle Verluste aus ihnen bewirken, dass die Ansprüche der Versicherten nicht voll erfüllt werden können. Zum andern tragen die aus den Vermögensanlagen erzielbaren Erträge dazu bei, die Überschüsse der Versicherungsunternehmen zu erhöhen. Verrechnet die Versicherungsgesellschaft die Überschüsse teilweise mit den Prämien, so verbilligt sich dadurch der Versicherungsschutz. Sammelt sie die Überschüsse zu Gunsten des Versicherten zinsbringend an, so erhöht sich dadurch die Versicherungsleistung. Die Anlagepolitik stellt somit "eine der wichtigsten und für die Geschäftsgebarung entscheidendsten Tätigkeitsgebiete der Unternehmensleitung"[1] dar.

1) W. Zürcher, Sachwerte als Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen, Zürich 1955, S. 20.

Die Versicherungsunternehmen verfolgen mit der Vermögensanlage somit vor allem zwei Ziele. Sie wollen das investierte Kapital erhalten und einen angemessenen Ertrag erwirtschaften. Für die Vermögensanlage kommen nur solche Anlageobjekte in Frage, die diesen Anlagezielen entsprechen. Da die Anlageobjekte von verschiedenartigen Risiken bedroht werden können, zielt die Anlagepolitik darauf ab, diese Risiken durch eine entsprechende Auswahl und laufende Überwachung der Anlageobjekte möglichst gering zu halten. Dabei folgt sie bewährten Grundsätzen, die indessen nicht starr sind, sondern an die allgemeine Entwicklung der wirtschaftlichen Lage angepasst werden.[1)]

Die für die Auswahl der Vermögensanlagen allgemein geltenden Grundsätze der Sicherheit, Liquidität und Rentabilität sind auch für die Anlagepolitik der Versicherungsunternehmen relevant. So ist dem Rundschreiben des BAV R/58 eine Art Präambel vorangestellt, in der es heisst:"Bei der Anlegung des gesamten Vermögens ... sind die allgemeinen Grundsätze einer möglichst grossen Sicherheit, Liquidität und Rentabilität unter Berücksichtigung einer angemessenen Mischung und Streuung zu beachten". Damit fordert das BAV von den Anlageobjekten drei Eigenschaften, die, wenn jede von ihnen "möglichst gross" sein sollte, gegeneinander stehen könnten. Denn "ein Höchstmass von Rentabilität wird durchweg die Liquidität der einzelnen Anlage verringern und umgekehrt".[2)] Dies zeigt sich z.B. darin, dass vergleichsweise liquide Anlagen wie Bankguthaben oder Geldmarktpapiere geringere Erträge erbringen als langfristige Festlegungen wie z.B. Schuldscheindarlehen. Bei der Entscheidung über die Vermögensanlage geht es somit einmal darum, ob Anlageobjekte mit höherer Rentabilität und geringerer Liquidität solchen mit geringerer Rentabilität, aber höherer Liquidität vorgezogen werden sollen oder nicht. Ähnliches gilt für das Verhältnis zwischen Sicherheit und Rentabilität. Hochrentable Anlagen

1) W. Mercker, G. Müller, "Vermögensanlage und -anlagepolitik", in: HDV, Bd. 2, Sp. 2184.
2) L. Arps, Das Versicherungssparen, a.a.O., S.60.

sind meist riskant. So könnte z.B. der spekulative Erwerb von Aktien zwar sehr ertragreich sein, aber auch grosse Verluste mit sich bringen. Das Streben, aus der Vermögensanlage einen möglichst grossen Ertrag zu erzielen, wird somit begrenzt durch die notwendige Liquiditätshaltung und das Sicherheitsbedürfnis.

Bei den Versicherungsunternehmen werden die allgemeinen Grundsätze der Vermögensanlage deshalb den jeweiligen versicherungstechnischen Erfordernissen entsprechend modifiziert. Nach Lukarsch müssen ihre Kapitalanlage-Objekte"so beschaffen sein, dass sie
a) die nominelle Sicherheit hinsichtlich des investierten Kapitals gewährleisten,
b) einen Liquiditätsgrad aufweisen, der den versicherungstechnischen Erfordernissen gerecht wird,
c) eine möglichst hohe Rentabilität bieten und
d) den Betriebsablauf der Versicherungs-Unternehmung nicht durch einen zu hohen Verwaltungsaufwand und durch versicherungsfremde Verpflichtungen beeinträchtigen".[1)]
Den einzelnen Grundsätzen kommt für die Anlagepolitik der Lebens- und der Sachversicherungsgesellschaften entsprechend ihren unterschiedlichen Anlagebedürfnissen ein divergierendes Gewicht zu.

II. Die Grundsätze der Anlagepolitik

1. Der Grundsatz der Sicherheit

Bei der Auswahl der Vermögensanlagen ist die Sorge für deren Sicherheit das oberste Gebot. Das Problem der Sicherheit besteht darin, dass die angelegten Mittel vor Verlusten bewahrt bleiben sollen. Sicherheit bedeutet somit "nicht nur, dass die Bonität des Schuldners für fristgerechte Zahlung von Zinsen und Kapital einsteht, sondern auch, dass im Falle seines Un-

1) G. Lukarsch, a.a.O.,S.61.

vermögens Zwangsmassnahmen eine rasche verlustlose Tilgung der Darlehensschuld samt Zinsen erwarten lassen".[1] Da die Vermögensanlagen grösstenteils den Gegenwert der Rückstellungen bilden, sie somit die Erfüllung der Versicherungsverträge gewährleisten, steht der Grundsatz der Sicherheit bei der Auswahl und Beurteilung der infrage kommenden Anlagemöglichkeiten an erster Stelle. Der Versicherte muss fest damit rechnen können, dass"die versprochene Versicherungsleistung auch bei Großschäden und bei langfristigen Verträgen ohne Verzögerung in voller Höhe entrichtet wird".[2] Ist das nicht der Fall, so wird das Vertrauen des Versicherten, die wichtigste Grundlage des Versicherungsgeschäfts, zerstört. Dies gilt vor allem für die Lebensversicherung , deren Prämien grösstenteils Sparbeiträge der Versicherten enthalten und an deren Vermögensanlage auch wegen der Langfristigkeit ihrer Versicherungsverträge besonders strenge Maßstäbe anzulegen sind. Die Sicherheit der Vermögensanlagen "wird ebenso verbürgt durch zweckmässige Auswahl der Anlagen und eingehende Prüfung der Bonität des Schuldners wie durch strenge Anforderungen an die angebotenen Sicherheiten".[3] Wenn es auch im Wirtschaftsleben keine absolute Sicherheit gibt, so kann sie doch so gross sein, dass nach menschlichem Ermessen bei den Vermögensanlagen kein Verlust eintritt. Ein Kapitalanlageobjekt gilt deshalb dann als sicher, wenn zu erwarten ist, dass "der ausgeliehene Nominalbetrag nach Ablauf der vereinbarten Frist wieder zurückerstattet und die durch einen Prozentsatz des geliehenen Nominalbetrags festgelegten Zinsen pünktlich bezahlt werden".[4]

Dieser Grundsatz der nominellen Sicherheit einer Kapitalanlage gilt für die Lebens- und Sachversicherung in gleicher Weise, da ihre Verpflichtungen jeweils über Nominalwerte lauten. Bei der Lebensversicherung tritt jedoch neuerdings -bedingt durch das Misstrauen in die Stabilität der Währung-

---

1) v. Bargen, Waeger, a.a.O., S. 4.
2) G. Müller, Vermögensanlage und Vermögensverwaltung der Versicherungsgesellschaften, in: HWB, Bd. IV (1962), Sp.5895.
3) W. Mercker, G. Müller, a.a.O., Sp. 2184.
4) C. Gasser u. W. Meyer, Der schweizerische Kapitalmarkt, II. Teil, Zürich und St. Gallen 1952, S. 320.

der Grundsatz der realen Kapitalerhaltung immer mehr in den Vordergrund. Reale Kapitalerhaltung liegt vor, wenn der Anleger diejenige Geldsumme zurückerhält, welche die gleiche Kaufkraft wie die ursprünglich hingegebene Geldsumme repräsentiert.

Für den Sparer verliert die gemischte Lebensversicherung in dem Maße, wie der Geldwert sinkt, an Reiz.[1] Denn für ihn ist entscheidend, welchen realen Gegenwert die Versicherungssumme nach Vertragsablauf darstellt.

Gegen eine Kaufkraftentwertung bietet die Lebensversicherung nur einen geringen Schutz. "Die nominell festgelegten Versicherungssummen und die zu deren Sicherung gebildeten Dekkungskapitalien, die vornehmlich in Nominalanlagen investiert sind, verlieren in gleichem Maße wie die Geldentwertung fortschreitet, an realer Kaufkraft".[2] Die Möglichkeit, die nachteiligen Auswirkungen der Geldentwertung auf die Versicherungssumme über eine gleitende Anpassung der Versicherungssummen und der Folgeprämien an die eingetretenen Veränderungen des Preisniveaus zu beseitigen, ist bei der Lebensversicherung nur unter Inkaufnahme erheblicher Schwierigkeiten zu lösen. Denn dabei genügt es nicht, "jeweils der Geldentwertung entsprechende höhere Prämien aufzubringen. Zum Ausgleich der durch die Geldentwertung entwerteten früheren Prämieneinzahlungen wären in späteren Jahren erhebliche Mehrleistungen erforderlich".[3] Solch eine Anpassung erforderte also sowohl eine Aufstockung des bereits angesammelten Deckungkapitals als auch der Folgeprämien. Dieser Weg würde vor allem bei älteren Versicherungspolicen, deren Deckungskapital die Höhe der Versicherungssumme schon fast erreicht hat, u.U. zu Zahlungsverpflichtungen des Versicherten führen, die seine wirtschaftliche Leistungskraft übersteigen.[4]

Den Lebensversicherungsgesellschaften ist es jedoch möglich, die Geldentwertung durch eine erhöhte Gewinnbeteiligung der Versicherten zu kompensieren.[5]

1) Dieser Nachteil kann teilweise dadurch aufgewogen werden, dass die Aufwendungen für die Versicherungsprämien innerhalb bestimmter Grenzen als Sonderausgaben bei der Einkommensteuer berücksichtigt werden können.
2) G. Lukarsch, a.a.O.,S.113.

Sie müssen deshalb auch den Grundsatz der Rentabilität bei der Auswahl der Anlageobjekte beachten.

2. Der Grundsatz der Rentabilität

Dieser Grundsatz spielt in der Sachversicherung nur eine vergleichsweise geringe Rolle, weil in ihr der vom Versicherungsnehmer zu entrichtende Beitrag lediglich aus Risikobeitrag und Verwaltungskosten besteht und grundsätzlich innerhalb eines Jahres verausgabt wird. Erträge fallen nur aus den zur Deckung der notwendigen Rückstellungen (Schadenrückstellung, Beitragsüberträge etc.) und des Eigenkapitals bestimmten Vermögensanlagen an.[1)]

Da die Versicherungsgesellschaften erwerbswirtschaftlich orientiert sind und da die den Versicherten berechneten Prämien auch bis zu einem gewissen Grad von der Höhe der Vermögenserträge abhängen, dürfen die einzelnen Versicherungsgesellschaften im Interesse ihrer Wettbewerbsfähigkeit die Rentabilität ihrer Vermögensanlagen nicht vernachlässigen. Grössere Bedeutung kommt diesem Grundsatz in der Lebensversicherung zu. Für sie gilt als Mindesterfordernis eine dauernde Verzinsung der Vermögensanlagen, die nach Abzug der Verwaltungskosten den der Prämienkalkulation zugrunde liegenden Rechnungszinsfuss nicht unterschreitet. Darüber hinaus gehende Erträge werden grösstenteils den Versicherten gutgebracht. Sie erhöhen oder verbilligen somit den Versicherungsschutz.

Von den drei Überschussquellen -geringere Sterblichkeit,

---

3) K.J. Steffen, Wertbeständige Lebensversicherung und Investmentsparen in Deutschland, in: Die Aktiengesellschaft, Nr. 7(1968), S.218.
4) G. Lukarsch, a.a.O., S. 113f.
5) Solange die durchschnittliche Verzinsung der Vermögensanlagen den Rechnungszinsfuss der Prämie um einen der Geldentwertung entsprechenden Satz übersteigt, können die Versicherten durch die höheren Erträge für die eingetretene Kaufkraftminderung entschädigt werden.
1) H.Gehrhardt, "Zins", in: HDV, Bd. 2, Sp. 2531.

über den Rechnungszinsfuss hinaus gehende Erträge und niedrigere Verwaltungskosten als die der Prämienkalkulation zugrunde gelegt werden - kann das Versicherungsunternehmen die Sterblichkeit nicht beeinflussen und die Höhe der Verwaltungskosten ist nur von geringer Bedeutung, da auch eine besonders billige Verwaltung unter dem Durchschnitt liegende Kapitalerträge kaum aufzuwiegen vermag.[1] Bei gegebener Sterblichkeit bestimmt somit die Rentabilität der Vermögensanlagen im wesentlichen die Höhe der Überschüsse.

Da "der Durchschnittsertrag der Vermögensanlagen ... vielfach ein Wertmesser für die Leistungsfähigkeit der einzelnen Gesellschaften und die künftig zu erwartende Gewinnbeteiligung"[2] ist, sind die Versicherungsgesellschaften auch aus Wettbewerbsgründen an einer möglichst ertragreichen Anlage der Sparrücklagen ihrer Versicherten interessiert, die sie instand setzt, hohe Gewinne auszuschütten.
Aus diesem Grunde wählen die Versicherungsgesellschaften unter den Anlagemöglichkeiten mit ausreichender Sicherheit diejenigen aus, die einen möglichst hohen Ertrag versprechen.[3]

Geht die Rentabilität einer Anlage auf Kosten ihrer Sicherheit, so ist es allgemein üblich, "dass die Versicherungsunternehmen bei der Auswahl der für sie in Frage kommenden Anlagemöglichkeiten den Grundsatz maximaler Rentabilität dem Grundsatz höchstmöglicher Sicherheit unterordnen müssen."[4]

Neben der Höhe der Vermögenserträge ist ihre Gleichmässigkeit für die Versicherungsunternehmen wichtig, "da eine Versicherungsunternehmung, deren ganzer Geschäftsbetrieb auf langfristigen Ausgleich wirtschaftlicher Zufälle abgestellt ist, starke Schwankungen des Betriebsergebnisses ... nach Möglichkeit zu vermeiden hat".[5] Spekulationsgeschäfte und Anlagen, die erheblichen Konjunkturschwankungen unterliegen, scheiden deshalb als Anlageobjekt grundsätzlich aus.

1) M.v.Bargen, Vermögensanlage in der deutschen Lebensversicherung, Frankfurt am Main 1960, S.17.
2) G. Müller, Der Zins in der Versicherungswirtschaft, in: Der Volkswirt, Beiheft zu Nr. 41 v. 11.10.1963, S. 54.
3) J. Claren, Die Kapitalanlagen der privaten deutschen

Für die Höhe der Überschüsse entscheidend ist der Reinertrag der Vermögensanlagen. Da die verschiedenen Anlageobjekte ein unterschiedliches Maß an Arbeitsaufwand hinsichtlich ihrer Verwaltung und laufenden Überwachung erfordern, kommen nur solche Objekte als Anlagemittel in Frage, deren Verwaltungsaufwand in einem angemessenen Verhältnis zu den erzielbaren Erträgen steht.

3. Der Grundsatz der Indifferenz der Kapitalanlage in bezug auf den Geschäftsbetrieb der Versicherungsunternehmung.

Die Vermögensverwaltung soll die eigentliche Aufgabe der Versicherungsunternehmung, "Versicherungsschutz zu gewähren, nicht überwuchern, sondern sich organisatorisch in den Betrieb einpassen."[1] Die Palette der Vermögensanlagen erfährt deshalb eine weitere Einschränkung durch den "Grundsatz der Indifferenz der Kapitalanlage in bezug auf den Geschäftsbetrieb der Versicherungsunternehmung".[2]. Dieser Grundsatz fordert, "dass mit dem Besitz der Kapitalanlagen keine versicherungsfremden Tätigkeiten verbunden sein dürfen, die über die Tätigkeit einer reinen Vermögensverwaltung hinausgehen".[3] Nach Lukarsch verstösst ein Versicherungsunternehmen gegen diesen Grundsatz, wenn seine Geschäftsleitung, um einen Ertrag aus der Vermögensanlage erzielen zu können, ausserhalb ihres eigenen Geschäftsbereichs tätig werden muss.[4] Die Grenzen sind allerdings fliessend.

Während die blosse Verwaltung, wie sie sich bei der Vermögensanlage in öffentlichen Anleihen oder in Hypotheken ergibt, nicht als versicherungsfremd bezeichnet werden kann, führt bereits die Verwaltung eines grossen Wohnhausbesitzes zu Tätigkeiten und Geschäften, die mit dem Versicherungsgeschäft nur lose zusammenhängen. Das gilt noch mehr von der Interessennahme an Industrieunternehmen in Form von Betei-

noch 3) Lebensversicherungsunternehmen unter besonderer Berücksichtigung der wichtigsten Sonderprobleme, Berlin 1955, S.29.
4) G. Lukarsch, a.a.O., S.64.
5) W. Mercker, G. Müller, a.a.O., Sp. 2184.
1) J. Claren, a.a.O., S.30.
2) G. Lukarsch, a.a.O., S.65. 3) Ebenda.
4) G. Lukarsch, a.a.O., S.66.

ligungen. Allerdings lassen sich versicherungsfremde Geschäfte oft dann nicht vermeiden, wenn die Versicherungsunternehmen im Interesse einer langfristigen Sicherung eine möglichst vielseitige Mischung der Vermögensanlagen anstreben.[1)]

4. Der Grundsatz der Liquidität

Wie bei Unternehmen anderer Art gibt es auch bei den Versicherungsunternehmen ein Liquiditätsproblem. Die anspruchsberechtigten Versicherten wollen nicht nur die Erfüllbarkeit ihrer Ansprüche gesichert sehen, sondern sie möchten die Leistung der Versicherungsgesellschaft auch termingerecht haben. Die Versicherungsunternehmen müssen deshalb im Schadensfall oder bei Vertragsablauf ihre Zahlungsverpflichtungen fristgerecht erfüllen können. Sie haben somit bei ihrer Anlagepolitik auch den Grundsatz der Liquidität zu beachten. Was ist nun aber unter Liquidität zu verstehen? Nach Stützel wird dieser Terminus in verschiedener Weise verwendet:
1. Zur Bezeichnung der Eigenschaft von Vermögensobjekten "mehr oder weniger leicht als Zahlungsmittel verwendet oder durch Verkauf oder Abtretung in ein Zahlungsmittel umgewandelt werden zu können".
2. Zur Bezeichnung der Eigenschaft von Wirtschaftssubjekten "Zahlungsansprüche mehr oder weniger leicht erfüllen zu können" und
3. Zur Bezeichnung von Objekten, "denen die Eigenschaft liquide zu sein, in hervorragendem Maße zukommt (so z.B. als blosses Synonym für Zahlungsmittel...)".[2)]

Eine Versicherungsgesellschaft ist zahlungsfähig, wenn sie bei Fälligkeit ihrer Zahlungsverpflichtungen über ausreichende Zahlungsmittel verfügt oder leicht liquidierbare Anlageobjekte besitzt, die sie notfalls in Zahlungsmittel umwandeln kann. Ihre Zahlungsfähigkeit beruht damit u.U. auch auf der Liquidität ihrer Vermögensanlagen.

1) Vgl. K. Hax, Grundlagen des Versicherungswesens, Schriftenreihe: "Die Versicherung", Bd. I, Wiesbaden 1964, S.82f.
2) W. Stützel, "Liquidität", in: HDSW, 6. Bd., S.622.

Den Versicherungsunternehmen stehen nun grundsätzlich verschiedene Möglichkeiten der Liquiditätsvorsorge offen. Sie können einmal einen bestimmten Teil ihrer anlagefähigen Mittel in liquider Form halten (z.B. als Sichteinlagen bei Kreditbanken). Eine solche Anlage erbringt jedoch nur geringe Erträge und widerspricht dem Grundsatz der Rentabilität. Sie können zum andern ihre freien Mittel so anlegen, dass die Rückflüsse aus ihren Anlagen (Ertragseinnahmen und Tilgungszahlungen) zusammen mit den Prämieneinnahmen mit den erwarteten Zahlungsverpflichtungen in der Höhe und der zeitlichen Verteilung übereinstimmen. Sie können schliesslich mit ihren freien Mitteln auch solche langfristige Anlageobjekte erwerben, die sie jederzeit ohne Inkaufnahme nennenswerter Verluste durch Verkauf, Abtretung oder Beleihung wieder zu Geld machen können.

Welcher Möglichkeit der Liquiditätsvorsorge sich die Versicherungsunternehmen jeweils bedienen, richtet sich weitgehend danach, mit welcher Sicherheit sie die Höhe und zeitliche Verteilung ihrer zukünftigen Zahlungseingänge und Zahlungsverpflichtungen vorausbestimmen können. " Je langfristiger die Verbindlichkeiten sind und (oder) je kontinuierlicher die laufenden Einzahlungen die laufenden Auszahlungen erreichen oder überschreiten, desto grösser kann der Anteil der schwer oder überhaupt nicht liquidierbaren Vermögensanlagen an den gesamten Anlagen sein. Umgekehrt muss auf die Liquidität der Vermögensanlagen mehr Gewicht gelegt werden, wenn die Verbindlichkeiten überwiegend kurzfristiger Natur sind und (oder) die Auszahlungsanforderungen starken, unter Umständen unvorhergesehenen Schwankungen unterliegen".[1)]

Über zukünftige Ein- und Auszahlungen bei den Versicherungsunternehmen sind jedoch nur Wahrscheinlichkeitsaussagen mit je nach Versicherungszweig unterschiedlichem Genauigkeitsgrad möglich. Das Liquiditätsproblem der Versicherungsgesellschaften unterscheidet sich deshalb wesentlich von dem anderer Wirtschaftszweige. Während in den übrigen Wirtschaftszweigen -mit Ausnahme der Kreditinstitute des kurzfristigen

1) H. Reinboth, a.a.O., S.105.

Bereichs- die Fälligkeiten der Zahlungsverpflichtungen ziemlich genau bekannt sind, können sie bei den Versicherungsunternehmen grösstenteils nur auf Grund von Wahrscheinlichkeitsberechnungen geschätzt werden. Sie dürfen dabei ihren Schätzungen nicht nur die Erfahrungswerte der Vergangenheit zugrunde legen, sie müssen darüberhinaus auch berücksichtigen, dass sich die Schäden in der Zukunft häufen können.

Ihr Liquiditätsproblem unterscheidet sich von dem der Banken dadurch, dass sie nicht kreditschöpfungsfähig sind, also keine Zahlungen mit eigenem Gelde leisten können. Dafür hängen die Fälligkeiten ihrer Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen aber auch nicht - wenn wir von den Fällen vorzeitiger Vertragskündigungen absehen- von dem Willen ihrer Gläubiger ab.[1] Infolgedessen brauchen sie auch nicht die bei Banken üblichen Liquiditätsrelationen einzuhalten.

Da die Zahlungsverpflichtungen und die Zahlungseingänge bei der Lebens- und bei der Sachversicherung nicht gleich gut vorausbestimmt werden können, müssen an die Liquidität ihrer Vermögensanlagen unterschiedlich strenge Anforderungen gestellt werden.

In der Sachversicherung kann sowohl der Zeitpunkt der Schadensfälle als auch ihre Höhe und damit der Bedarf an Zahlungsmitteln infolge ihres gegenüber der Lebensversicherung erhöhten und statistisch nur unzulänglich im voraus berechenbaren Risikos nur grob geschätzt werden. Zufällige Schadenshäufungen oder Katastrophenschäden können erhebliche und unvorhergesehene Zahlungsverpflichtungen zur Folge haben. Ebenso sind die Termine und die Höhe der Prämienzahlungen wegen der Kurzfristigkeit der Versicherungsverträge nicht genau bekannt. Der überwiegende Teil der Anlagemittel steht -wie bereits erwähnt- grundsätzlich nur kurzfristig zur Verfügung. "Echte langfristige Vermögensanlagen sind in den Zweigen der Unfall- und Haftpflichtversicherung zur Deckung von Rentenansprüchen aus Schadensverpflichtungen oder auch bei bestimmten langfristigen Versicherungsformen gegen einmalige Beitragsleistung ... zu bilden. Ebenso erfordern die steigenden

1) Vgl. G. Müller, Vermögensanlage und Vermögensverwaltung... a.a.O., Sp. 5895.

Altersrückstellungen der Krankenversicherung eine Deckung auf lange Sicht".[1] Langfristige Anlagen sind daneben im wesentlichen nur durch die Bildung eines "Bodensatzes" möglich, der sich daraus ergibt, dass die Entnahmen aus den Rückstellungen und neue Zuweisungen an sie sich überschneiden. Anders als bei der Lebensversicherung kann deshalb auch nicht ein vorausberechenbarer Teil des Prämienaufkommens, sondern nur ein bestimmter Prozentsatz des Prämienzuwachses neu angelegt werden. Nur solange das Geschäftsvolumen und damit das Prämienaufkommen bei gleichbleibendem Schadensverlauf zunimmt, können die Sachversicherungsgesellschaften die an sie gestellten Zahlungsansprüche aus den Prämieneinnahmen bestreiten und daneben zusätzlich längerfristige Anlageobjekte erwerben. Sinkt jedoch das Prämienaufkommen oder erhöhen sich die Schadensfälle, so sind sie u.U. gezwungen, einen Teil ihrer Vermögensanlagen zu verflüssigen damit sie ihre Zahlungsverpflichtungen erfüllen können.

Da die Sachversicherung erfahrungsgemäß sowohl im Schadensverlauf als auch im Prämienaufkommen konjunkturempfindlich ist, muss sie damit rechnen, dass bei einem eventuellen Konjunkturrückgang ihr Prämienaufkommen sinkt und damit auch der sog. Bodensatz. Sie muss m.a.W. berücksichtigen, dass sie dann auf ihre Vermögensanlagen als Liquiditätsreserve zurückgreifen können muss. "Es lässt sich die Regel aufstellen, dass, je weniger zuverlässig die Schadenswahrscheinlichkeit eines Versicherungszweiges festzustellen ist, desto liquider oder redressierbarer die betreffende Gesellschaft ihre Anlagewerte zu wählen hat".[2] Die Sachversicherungsgesellschaften haben deshalb bei der Auswahl ihrer Anlageobjekte auf deren Liquiditätsgrad besonders zu achten und ihre Gelder vorzugsweise in kurzfristigen oder leicht liquidierbaren Werten anzulegen.[3]

1) G. Müller, Vermögensanlage und Vermögensverwaltung, Sp. 5894.
2) E. Boss, Die Kapitalanlagen der Unfall- und Sachversicherungsgesellschaften, insbesondere in der Schweiz, in: Zeitschrift für die ges. Versicherungswissenschaft, 27. Jg. (1927) S. 44f.
3) L. Arps (Vertragsversicherung..., a.a.O., S. 1612) weist darauf hin, dass man keine Regel aufstellen könne, welchen Anteil ihres Prämienaufkommens eine Sachversicherungsgesellschaft ständig in liquiden Mitteln halten solle. Der Zahlungsmittelbedarf hänge einmal von der inneren Struktur des Unternehmens ab. Er sei ebenso im Zusammenhang mit dem allgemeinen wirtschaftlichen Trend und der Entwicklung des Unternehmens zu beurteilen.

Gegenüber der Sachversicherung kommt die Lebensversicherung "im allgemeinen mit verhältnismässig geringen liquiden Mitteln aus".[1] Ihre Verbindlichkeiten sind überwiegend langfristiger Natur. Sie kann ihre Zahlungsverpflichtungen zudem besser abschätzen. Einmal kennt sie sowohl die Höhe als auch den Zeitpunkt ihrer nach Vertragsablauf fällig werdenden Versicherungssummen. Zum andern kann sie die vorzeitig fällig werdenden Versicherungsverträge anhand der statistisch feststellbaren Lebenserwartung ziemlich zuverlässig bestimmen.

Auch die Entwicklung ihrer Einnahmen vermag sie einigermassen abzuschätzen. Die Versicherungsverträge laufen durchweg langfristig, so dass sie mit "einer ziemlichen Konstanz der Prämieneinnahmen rechnen kann".[2] Eventuelle Sonderzahlungen z.B. aus Gründen der Steuerersparnis zum Jahresende erbringen zusätzliche, wenn auch nicht genau vorhersehbare Einnahmen. Daneben kennt sie Höhe und Zeitpunkt der zu erwartenden Ertrags- und Tilgungseinnahmen aus ihren Vermögensanlagen. Da sie zudem -zumindest solange sich die Zahl der Neuabschlüsse erhöht oder solange es sich um einen relativ jungen Bestand an längerfristig laufenden Versicherungsverträgen handelt- ihre Auszahlungsverpflichtungen grösstenteils aus ihren laufenden Einnahmen (Prämienzahlungen, Ertrags- und Tilgungseinnahmen) bestreiten kann, vermag sie ihre anlagefähigen Mittel langfristig zu investieren, braucht sie also weniger auf den Liquiditätsgrad ihrer Vermögensanlagen Rücksicht zu nehmen.

Diese Feststellung gilt allerdings nur für normale wirtschaftliche Verhältnisse. Bei rückläufigem Versicherungsvolumen oder in besonderen Konjunktursituationen muss auch die Lebensversicherung für eine erhöhte Zahlungsbereitschaft sorgen. Obwohl sie wenig konjunkturreagibel ist, muss sie damit rechnen, dass, wenn sich die wirtschaftliche Lage verschlechtert, ihre Zahlungsfähigkeit sowohl durch rückläufige Einnahmen als auch durch erhöhte Zahlungsverpflichtungen beeinträchtigt werden kann.

1) G. Mercker, G. Müller, a.a.O.,Sp. 2185.
2) G. Lukarsch, a.a.O., S.63.

Ihre Einnahmen können sinken, weil ein Teil ihrer Versicherten seine Verträge ruhen lässt. Storniert er sie gar, so ergeben sich für die Versicherungsgesellschaften zusätzliche Zahlungsverpflichtungen. Da die Versicherer mit einer vorzeitigen Vertragsauflösung Verluste erleiden würden, dürfte der Umfang der Rückkäufe im allgemeinen gering bleiben, die Versicherten werden vielmehr erst auf andere Rücklagen zurückgreifen.[1)]

Sinkende Einnahmen können sich auch ergeben, weil die Zahl der Neuabschlüsse zurückgeht oder weil keine Neuabschlüsse mehr vorgenommen werden und weil eventuell die Zins- und Tilgungszahlungen der Kreditnehmer nicht mehr fristgemäss erfolgen.

Gehen die Neuabschlüsse zurück, so wird dadurch die Liquiditätslage der Versicherungsgesellschaft nur allmählich beeinflusst. Hierauf weist Arps hin: "Selbst bei einer Lebensversicherungsgesellschaft ohne Neugeschäft wird noch eine geraume Zeit das laufende Geldbedürfnis für Versicherungsfälligkeiten geringer sein als der Zufluss von Sparprämien und Vermögenserträgen".[2)] Sie müsse erst wenn der Zeitpunkt ihrer Liquidierung heranrücke, die Rückflüsse der Vermögensanlage so einrichten, dass sie die wachsenden Fälligkeiten von Versicherungssummen termingerecht erfüllen könne. Da aber die Einstellung des Neugeschäfts eine Ausnahme bleibe, müsse der Lebensversicherer eher gegen Überliquidität Vorsorge treffen als gegen Liquiditätsmangel.[3)]

Wir können also zusammenfassend feststellen, dass die Lebensversicherungsunternehmen zwar mit konjunkturell bedingten Liquiditätsanspannungen grundsätzlich rechnen müssen, dass die erhöhten Zahlungsanforderungen jedoch erst allmählich an sie

---

1) Bei der gemischten Lebensversicherung bleibt von der Prämie anfangs vergleichsweise wenig übrig, weil die ganze Vertragssumme unter Risiko steht und auch die Abschlusskosten zu Beginn der Versicherung aus der Prämie bestritten werden. Das Deckungskapital wächst erst gegen Ende der Versicherungsperiode relativ schnell, einmal weil die unter Risiko stehende Summe, d.h. der Differenzbetrag zwischen Versicherungssumme und zurückgestellter Sparprämie einen abnehmenden Teil der Gesamtprämie für das Risiko beansprucht und zudem der Zinsertrag der Deckungsmittel zuwächst. L. Arps, Das Versicherungssparen, a.a.O., S.44.

2) L. Arps, Das Versicherungssparen, a.a.O., S.47

3) Ebenda.

herangetragen werden. Denn "in Zeiten allgemeiner Wirtschaftskrise pflegen Liquiditätsschwierigkeiten in der Versicherung, insbesondere in der Lebensversicherung, weniger oder viel langsamer aufzutreten als in anderen Wirtschaftszweigen."[1] "Eingehende Untersuchungen haben ergeben, dass gerade die Versicherungsunternehmen auch in Zeiten schlechter Wirtschaftskonjunktur genügend flüssige Mittel ... zur Verfügung haben, dies hat sich insbesondere in den Jahren 1929 bis 1933 gezeigt. Die Krise macht sich immer in der Versicherungswirtschaft später bemerkbar, als in der übrigen Wirtschaft".[2] Die Lebensversicherungsunternehmen erfahren somit durch Beobachtung der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung rechtzeitig von eventuell drohenden erhöhten Zahlungsverpflichtungen und können sich durch entsprechende Liquiditätsdispositionen darauf vorbereiten. Sie sind deshalb imstande, ihre Mittel vornehmlich in langfristigen und teilweise auch in schwer liquidierbaren Werten anzulegen.

5. Der Grundsatz der Risikostreuung

Ein einzelnes Anlageobjekt wird den Grundsätzen der Sicherheit, Liquidität und Rentabilität nur selten in gleichem Maße gerecht. Aus diesem Grunde müssen die Versicherungsgesellschaften ihre Mittel so anlegen, dass die Vermögensanlagen insgesamt diesen Grundsätzen möglichst entsprechen.

Zwar suchen die Versicherungsunternehmen aufgrund einer weitgehenden Analyse der vielfältigen Anlagemöglichkeiten die ihnen geeignet erscheinenden Objekte aus. Da jedoch einerseits sich "im Wirtschaftsleben die Daten einer bestimmten Kapitalanlage-Art laufend verändern"[3] und andererseits "ein kurzfristiges Wechseln von einer Kapitalanlage-Art zu einer anderen nicht oder nur unter erheblichen Schwierigkeiten möglich ist"[4], wird die Entscheidung über die

1) E. Fritz, Die Vermögensanlagen der Versicherungswirtschaft in aufsichtsbehördlicher Sicht, Versicherungsstudien, Veröffentlichungen der Kölner Versicherungswirtschaftlichen Vereinigung e.V., Herausg.H.G. Lobscheid, Heft 1,Berlin 1958, S.17.
2) E. Fritz, a.a.O., S.37.
3) G. Lukarsch, a.a.O., S.67.
4) G. Lukarsch, a.a.O., S.68.

Auswahl der Anlagen trotz weitgehender Analyse immer ein Wagnis bleiben, zumindest solange es nicht gelingt, exakte Prognosen über die zukünftige wirtschaftliche und politische Entwicklung zu geben.

Um dieses Wagnis zu verringern, befolgen die Versicherungsgesellschaften den Grundsatz der Risikostreuung, d.h. sie achten auf eine "angemessene Mischung und Streuung"[1] der Vermögensanlagen. "Da das Versicherungsprinzip auf der Risikoverteilung nach dem Gesetz der grossen Zahl beruht, ist es nur folgerichtig, wenn dieser Grundsatz auch in der Vermögensanlage durch eine möglichst weitgehende Streuung der Vermögensanlagen Beachtung findet. Diese Streuung kann in dreifacher Weise verwirklicht werden, nämlich durch Mischung möglichst vieler Anlagearten, d.h. einen möglichst breiten Anlagerahmen, ferner durch regionale Streuung, d.h. durch gleichmässige Verteilung der Anlagen auf das gesamte Geschäftsgebiet. Schliesslich entspricht es auch dem Grundsatz der Streuung, dass einzelne Vermögensanlagen in der Grössenordnung nicht über gewisse Grenzen hinausgehen".[2]

Durch die Risikostreuung sollen eventuelle Mindererträge und Verluste einzelner Anlageobjekte durch entsprechende Mehrerträge anderer Kapitalanlagen ausgeglichen, kurz, es soll ein möglichst optimales Verhältnis zwischen Sicherheit, Liquidität und Rentabilität der investierten Mittel erzielt werden. Dem Risikoausgleich und der dadurch bewirkten erhöhten Sicherheit, die durch die Mischung der Anlagewerte erreicht wird, entspricht auf der anderen Seite eine zwar relativ gleichmässige, jedoch auch geringere Rentabilität als sie sonst -unter Inkaufnahme grösserer Risiken- erreicht werden könnte.

Der Grad der Risikostreuung, der bei den einzelnen Versicherungsgesellschaften angewandt wird, richtet sich danach,

---

1) R 15/58 des BAV vom 20.12.1958, in: VerBAV 1959, S.1.
2) G. Müller, Vermögensanlage und Vermögensverwaltung, Sp.5896. Vgl. auch G.Mercker, G. Müller, a.a.O., Sp. 2185, G. Lukarsch, a.a.O., S.69, Mohr/Hofmann, a.a.O., S. 209, L. Arps, Das Versicherungssparen, a.a.O., S.61, J. Claren, a.a.O., S.29, die vereinzelt eine Verteilung auf verschiedene Wirtschaftszweige und über die Zeit, d.h.nach der Fälligkeit der Anlageobjekte fordern.

inwieweit das Ertragsstreben durch das Streben nach Sicherheit und Liquidität der investierten Mittel begrenzt wird. Die Verteilung der Vermögensanlagen divergiert deshalb entsprechend den unterschiedlichen versicherungstechnischen Erfordernissen zwischen der Lebens- und der Sachversicherung sehr stark.[1)]

Der Risikoausgleich ist zwar umso wirksamer, je weiter die Verteilung der Vermögensanlagen über die Anlagerisiken gespannt werden kann.[2)] Jedoch sind der Verteilung der Vermögensanlagen dadurch Grenzen gezogen, dass einmal die Verwaltungskosten steigen und dass weiter durch eine zu weitgehende Risikoverteilung die laufende Kontrolle und Überwachung der Anlagewerte erschwert wird. Das Optimum der Verteilung ist deshalb dann erreicht, "wenn eine Risikokumulierung ohne erhebliche Steigerung der Verwaltungskosten vermieden wird".[3)]

Neben den dargestellten allgemeinen Anlagegrundsätzen haben die Versicherungsgesellschaften bei der Vermögensanlage noch die gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften zu beachten, die im grossen und ganzen von diesen Grundsätzen ausgehen und sie konkretisieren.

Diese Vorschriften und die ihnen Rechnung tragende Genehmigungspraxis des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen begrenzen sowohl den Kreis möglicher Darlehensschuldner als auch die Höhe der gesamten Schuldscheindarlehensgewährung und die Höhe der Einzeldarlehen der einzelnen Versicherungsgesellschaften. Sie beschränken zudem die Vertragspartner in der Festlegung bestimmter Darlehenskonditionen. Auf sie soll deshalb nunmehr eingegangen werden.

---

1) Vgl. unten S. 99f.
2) Vgl. G. Lukarsch, a.a.O., S.68ff.
3) G. Lukarsch, a.a.O., S.70.

C. Die Kapitalanlagevorschriften der Versicherungen und ihre Bedeutung für die Schuldscheindarlehensgewährung

I. Die gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften

1. Allgemeines

Um der Gefahr entgegenzuwirken, "dass breite Schichten gutgläubiger Versicherungsnehmer durch unsolide Geschäftsgründungen, mangelhafte Geschäftsgebarung und ungünstige Geschäftsbedingungen in ihrem Vertrauen getäuscht"[1] werden, wurde das "Reichsgesetz über die privaten Versicherungsunternehmen vom 12.5.1901" erlassen. Es ist am 6. Juni 1931 durch das "Gesetz über die Beaufsichtigung der privaten Versicherungsunternehmen und Bausparkassen" (VAG)[2] abgelöst worden. Das VAG gilt unter Berücksichtigung einiger Änderungen und Ergänzungen[3] im wesentlichen noch heute.

Mit diesen Gesetzen wurde die staatliche Aufsicht über das Versicherungswesen eingeführt. Sie soll die dauernde Erfüllbarkeit der vielfach sehr langfristigen Versicherungsverträge überwachen und eventuelle Mißstände, die die Belange der Versicherten gefährden können, beseitigen.[4] Der Versicherungsaufsicht unterliegen heute "grundsätzlich alle Unternehmungen der Individual- oder Vertragsversicherung ohne Rücksicht auf ihre privatrechtliche oder öffentlich-rechtliche Rechtsgestalt".[5] Sie wird im wesentlichen vom 1951 gegründeten "Bundesaufsichtsamt für das Versicherungs- und Bausparwesen" (BAV)[6] durchgeführt, das die Aufgaben des früheren Reichsaufsichtsamtes für das Versicherungswesen übernommen hat.

---

1) W. Weber, "Versicherungsaufsicht", in: HDSW, 11.Bd., S.205.
2) RGBl.I S. 315,750.
3) Siehe hierzu: E. Prölss, Versicherungsaufsichtsgesetz, Bundesaufsichtsgesetze, Kartellrecht der Versicherungswirtschaft (§102 GWB) und andere Nebengesetze, (Beck'sche Kurzkommentare, Bd. 15) 5., stark veränderte Aufl., München und Berlin 1966, S. 1ff. und G.E. Fromm u. A. Goldberg, Versicherungsaufsichtsgesetz und Bundesaufsichtsgesetz, Kommentar, Berlin 1966, S. 6ff.
4) E. Fritz, a.a.O., S. 9 u. S. 14.
5) W. Weber, a.a.O., S.206.
6) Vgl. BGBl.I S. 480 und BGBl.I S. 501.

Die Aufsicht über "private Versicherungsunternehmen von geringerer wirtschaftlicher Bedeutung" kann jedoch auf die zuständigen Landesbehörden übertragen werden.[1)]

Den Kern der Versicherungsaufsicht bildet eine Reihe von Rechtsvorschriften, die vornehmlich im VAG, aber auch in einer Reihe begleitender Rechtsverordnungen und in sonstigen Richtlinien enthalten sind, nach denen sich die Versicherungsunternehmen in ihrem Aufbau und in ihrer geschäftlichen Tätigkeit zu richten haben.[2)]

Der deutsche Gesetzgeber wählte das System der materiellen Staatsaufsicht, "das Konzessionszwang, in gewissen Fällen und unter gewissen Voraussetzungen Kautionszwang, Verpflichtung zu sorgfältiger Rechnungslegung gegenüber der Aufsichtsbehörde, bedeutende Publizität und laufende Überwachung der gesamten -insbesondere auch der finanziellen- Geschäftsführung des Unternehmens und die Möglichkeit zu Eingriffen in den Geschäftsbetrieb einschliesst".[3)] Der Gesetzgeber hat sich besonders der Vermögensanlage angenommen und hierzu genaue Vorschriften erlassen, die den Kreis der Anlagemöglichkeiten einschränken und den Erwerb bestimmter Anlageobjekte verbieten oder begrenzen, um so von vornherein einer schädlichen Anlagepolitik zu wehren. Denn "Mißstände in der Vermögensverwaltung eines Versicherungsunternehmens erst zu beseitigen, wenn sie eingetreten sind, würde dem Aufsichtszweck, der Sorge für die dauernde Erfüllbarkeit der Verträge, nicht gerecht werden".[4)]

Diesen Anlagevorschriften wollen wir uns nunmehr zuwenden. Dabei beschränken wir uns auf die für die Gewährung von Schuldscheindarlehen wesentlichen Bestimmungen, die hauptsächlich in den §§ 68 und 69 VAG sowie in verschiedenen Anordnungen, Bekanntmachungen und Rundschreiben des BAV niedergelegt sind.

---

1) VerBAV GB 1952/53, S. 11.
2) W. Weber, a.a.O., S.206.
3) E. Prölss, a.a.O., S.12
4) E. Fritz, a.a.O., S.14.

Für die Vermögensanlage ist heute vor allem das schon erwähnte Rundschreiben R 15/58 des BAV vom 20.12.1958 massgebend, das im Hinblick auf die Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse in der Nachkriegszeit die Anlegung des Vermögens der Versicherungsgesellschaften neu regelt und das bindend ist für alle unter Bundesaufsicht stehenden Lebens-, Kranken-, Schaden-, Unfall- und Rückversicherungsunternehmen[1] mit Ausnahme der kleineren Vereine gemäss § 53 VAG.[2]

Nach dem Rundschreiben R 15/58 ist es für die Schuldscheindarlehen entscheidend ob sie zur Anlage von
1. Deckungsstockvermögen,
2. sonstigem gebundenen Vermögen oder
3. restlichem oder freien Vermögen
gegeben werden.

2. Die Vorschriften über die verschiedenen Vermögenskategorien

Das Deckungsstockvermögen spielt vor allem in der Lebensversicherung eine Rolle. Es dient der Sicherung des Sparkapitals der Versicherten und der Rentenverpflichtungen und enthält bestimmte Vermögenswerte, die "gesondert von jedem anderen Vermögen zu verwalten" (§ 66 Abs. 5 VAG) und durch einen Treuhänder (gem. § 70 VAG) zu überwachen sind.
Es bildet einmal den Gegenwert der sog. Deckungsrücklage (§65 VAG), bei der es sich um eine Verbindlichkeit der Versicherungsunternehmung und damit um eine Rückstellung handelt. "Die Deckungsrückstellung in der Lebensversicherung ist die Rückstellung, die aus den alljährlich vereinnahmten Beiträgen und Zinsen nach Deckung der Verwaltungskosten und Vers.Leistungen rechnungsmässig übrig bleiben soll. Sie ... dient dazu, den Versicherten den rechnungsmässig erforderlichen Ausgleich für die mit steigendem Alter der Versicherungen wachsenden Leistungsausgaben zu liefern".[3] Dem Deckungsstock müssen darüber hinaus noch weitere Beträge zugeführt werden, so dass zum sog. Deckungsstock-Soll folgende Passivposten

1) Vgl. E. Prölss, a.a.O., S.5ff.
2) Vgl. VerBAV GB 1958/59, S. 13.
3) Fromm/Goldberg, a.a.O., S.629.

gerechnet werden:
1. in der Lebensversicherung: die Deckungsrückstellung, die Beitragsüberträge unter Kürzung der technisch gestundeten Beiträge, die gutgeschriebenen Überschussanteile der Versicherungsnehmer, die geschäftsplanmässige Verwaltungskostenrückstellung für die beitragsfreie Zeit von Versicherungen, die Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle und Rückkäufe, die geschäftsplanmässige Wiederinkraftsetzungsrückstellung.
2. in der Krankenversicherung: die Deckungsrückstellung und die Rückstellungen für fällige Zusatzleistungen im Todesfalle, wenn für diese eine Deckungsrückstellung zu bilden war.
3. in der Unfall- und Haftpflichtversicherung: die Deckungsrückstellung für lebenslängliche Unfallversicherungen und Unfallversicherungen mit Beitragsrückgewähr, die Rückstellungen für fällige Rentenleistungen und Beitragsrückgewähr, die Schadenrückstellung insoweit, als feststeht, dass die Entschädigung in Form einer Rente zu zahlen ist.[1)]
Zu dem sonstigen gebundenen Vermögen zählen die nicht durch das Deckungsstockvermögen bedeckten Passiva, die die Verpflichtungen aus Versicherungsgeschäften bedecken wie Schadenrückstellungen, Schwankungsrückstellungen, sonstige Rückstellungen und Verbindlichkeiten, soweit sie mit den Versicherungsverhältnissen im Zusammenhang stehen.[2)]

Als restliches oder freies Vermögen werden die nicht zum Deckungsstock oder nicht zum gebundenen Vermögen gehörenden restlichen Vermögensteile einer Versicherungsunternehmung bezeichnet. Es ist der Teil der Vermögenswerte, der dem Eigenkapital, den Rückstellungen für Versorgungsverpflichtungen und sonstigen, nicht im Zusammenhang mit den Versicherungsverhältnissen stehenden Verbindlichkeiten, Rückstellungen und passiven Rechnungsabgrenzungsposten entspricht.
Die Anlage des restlichen Vermögens ist den Versicherungen in den Grenzen des § 81 VAG weitgehend freigestellt.[3)]

---

1) Fromm/Goldberg, a a.O., S.631.
2) Vgl. R 15/58 C IIa) und b) sowie VerBAV 1959, S. 1.
3) Vgl. E. Prölss, a.a.O., S.527. Lediglich der Erwerb von Aktien, Investmentzertifikaten und Grundstücken bedarf in bestimmten Fällen der Genehmigung des BAV oder er ist begrenzt. (Vgl. R 15/58 B II Abs. 4, C III (2), IV).

Das restliche oder freie Vermögen der Versicherungen ist im Vergleich zum gebundenen Vermögen nur gering und für die Gewährung von Schuldscheindarlehen praktisch bedeutungslos, da es vorwiegend zur Finanzierung der für den laufenden Geschäftsbetrieb erforderlichen, nicht deckungsstockfähigen Aktiva und für bestimmte Beteiligungen, die die vom BAV gesetzten Grenzen überschreiten, benötigt wird.[1)]

Das Deckungsstockvermögen der Lebens-, Kranken-, Schaden- und Unfallversicherung und das sonstige gebundene Vermögen der Lebensversicherung ist gem. R 15/58 nach den Vorschriften der §§ 68 und 69 VAG anzulegen.[2)] § 68 fordert für die Deckungsstockwerte im wesentlichen Mündelsicherheit. Er enthält in Abs. 1 eine geschlossene Liste der Anlagemöglichkeiten, die der Gesetzgeber generell als deckungsstockfähig zulässt. Die Auswahl unter diesen Werten ist dem freien Ermessen der Unternehmensleitungen überlassen.[3)]

Neben diesem fest umrissenen Katalog von Anlagemöglichkeiten enthält § 68 Abs. 3 Satz 2 die für die Gewährung von Schuldscheindarlehen wichtige Klausel: "Die Aufsichtsbehörde kann gestatten, dass die Bestände des Deckungsstocks auch anders angelegt werden". Wir können deshalb die als Anlagen möglichen Werte grundsätzlich in folgende zwei Gruppen einteilen:
1. in kraft Gesetzes deckungsstockfähige Werte, d.h. in Anlagewerte, die ohne Zustimmung der Aufsichtsbehörde im Einzelfall und ohne jede Einschränkung oder im Rahmen allgemeiner Anordnungen zulässig sind und
2. in genehmigungspflichtige Anlageobjekte, d.h. in Anlagewerte, bei denen (a) im Einzelfall die vorherige Zustimmung der Aufsichtsbehörde erforderlich ist (sog. ordentliches Genehmigungsverfahren) oder für die (b) die Aufsichtsbehörde eine Genehmigung in Aussicht gestellt hat, wenn gewisse Bedingungen erfüllt sind (sog. vereinfachtes Genehmigungsverfahren).

---

1) H. Reinboth, a.a.O., S.86f., der darauf hinweist, dass im Einzelfall die Freistellung des restlichen Vermögens die Gewährung eines solchen Ind.Schuldscheindarlehens ermöglichen könne, das wegen mangelnder Kreditwürdigkeit oder sonst fehlender Voraussetzungen vom BAV nicht für deckungsstockfähig erklärt werde.
2) § 69 VAG ist für die Gewährung von Schuldscheindarlehen ohne Bedeutung.
3) E. Fritz, a.a.O., S.9.

II. Die Deckungsstockfähigkeit der Schuldscheindarlehen

1. Kraft Gesetzes deckungsstockfähige Schuldscheindarlehen

Zu den kraft Gesetzes deckungsstockfähigen Anlagen zählen die in § 68 Abs. 1 Nr. 1-4 aufgeführten Deckungsstockanlagen. Für die Schuldscheindarlehen relevant sind der Abs.1, der auf den § 1807 Abs. 1 Nr. 1-4 BGB verweist und der Abs. 4[1], da Schuldscheindarlehen unter den in diesen Vorschriften gebrauchten Terminus der "verbrieften Forderung" fallen.[2]

Aufgrund dieser Vorschriften gelten folgende Schuldscheindarlehen kraft Gesetzes als deckungsstockfähig:[3]

a) Sämtliche Schuldscheindarlehen an den Bund oder die Länder (gem. § 68 Abs. 1 Nr. 1 VAG).

b) Alle Schuldscheindarlehen, deren Verzinsung vom Bund oder von einem Land gewährleistet wird. Unter dieser Voraussetzung sind auch Schuldscheindarlehen an die gewerbliche Wirtschaft automatisch deckungsstockfähig. Sie sind jedoch selten, da sich die öffentliche Hand für Darlehen privater Schuldner nur verbürgt, wenn ein im öffentlichen Interesse liegendes Vorhaben finanziert werden soll.

---

1)§ 68 Abs. 1 und 4 VAG lauten:
"Die Bestände des Deckungsstocks (66) können angelegt werden:
1. so, wie nach § 1807 Abs.1 Nr. 1bis 4 der Bürgerlichen Gesetzbuchs Mündelgeld angelegt werden soll...
4. in verbrieften Forderungen gegen inländische Körperschaften des öffentlichen Rechts, soweit sie nicht unter Nr. 1 fallen, sowie gegen Schul- und Kirchengemeinden, wenn diese Forderungen entweder vom Gläubiger gekündigt werden können oder regelmässig zu tilgen sind".
§ 1807 Abs. 1 Nr. 1 bis 4 BGB lautet:"Die im § 1806 vorgeschriebene Anlegung von Mündelgeld soll nur erfolgen:
1. in Forderungen, für die eine sichere Hypothek an einem inländischen Grundstück besteht, oder in sicheren Grundschulden oder Rentenschulden an inländischen Grundstücken; 2. in verbrieften Forderungen gegen das Reich oder einen Bundesstaat sowie in Forderungen, die in das Reichsschuldbuch oder in das Staatsschuldbuch eines Bundesstaates eingertragen sind; 3. in verbrieften Forderungen, deren Verzinsung von dem Reiche oder einem Bundesstaate gewährleistet ist; 4. in Wertpapieren, insbesondere in Pfandbriefen sowie in verbrieften Forderungen jeder Art gegen eine inländische kommunale Körperschaft oder die Kreditanstalt einer solchen Körperschaft, sofern die Wertpapiere oder Forderungen von der Reichsregierung mit Zustimmung des Reichsrats zur Anlegung von Mündelgeld für geeignet erklärt sind".

c) Schuldscheindarlehen an inländische kommunale Körperschaften, von politischen Gemeinden und deren Verbänden gebildete Körperschaften oder an die Kreditanstalten solcher Körperschaften, wenn sie für mündelsicher erklärt wurden, sowie Schuldscheindarlehen an inländische Körperschaften des öffentlichen Rechts und an Schul- und Kirchengemeinden, sofern sie vom Gläubiger kündbar oder regelmässig zu tilgen sind. Da diese Voraussetzungen meistens gegeben sind, gelten in der Regel alle Schuldscheindarlehen an die erwähnten Körperschaften und an ihre Kreditinstitute (Girozentralen, Sparkassen) als deckungsstockfähig.

d) Alle Schuldscheindarlehen, zu deren Sicherung Hypotheken oder Wertpapiere verpfändet worden sind, die unmittelbar als Deckungsstockanlage gem. § 68 Abs. 1 Nr. 1 und 4 VAG anzusehen sind, sofern für die Wertpapiere die Grundsätze der Deutschen Bundesbank für die Beleihung von Wertpapieren beachtet werden. Für die Verpfändung kommen praktisch nur mündelsichere Wertpapiere -wie öffentliche Anleihen, Kommunal-Obligationen und Pfandbriefe- in Betracht. Der Beleihungswert richtet sich nach den Lombardbedingungen der Deutschen Bundesbank. Da sie Wertpapiere (gem. § 19 Abs. 3 d und e des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank vom 26. Juli 1957 ,BGBl. I S. 247) nur "zu höchstens drei Viertel ihres Kurswertes" beleihen darf, und da die darlehenssuchenden Unternehmen nur selten über genügend mündelsichere Wertpapiere verfügen, "besitzt dieser relativ einfache Weg, die Deckungsstockfähigkeit von Schuldscheindarlehen kraft Gesetzes zu erlangen, keine ins Gewicht fallende Bedeutung".[1)]

Für die Anlegung des sonstigen gebundenen Vermögens der Kranken-, Schaden- und Unfallversicherung enthält das Rundschreiben R 15/58 besondere Vorschriften, die sich jedoch weitgehend an die erwähnten Bestimmungen über die Anlegung des Deckungsstocks anlehnen. Davon abweichend können sie Schuldscheindarlehen ohne besondere Genehmigung des BAV an jedermann vergeben, wenn diese "von einer Körperschaft des öffent-

Fussnote 2) der vorhergehenden Seite:Nach E. Prölss (a.a.O., S.544) ist eine Forderung dann verbrieft, "wenn die wesentlichen Vereinbarungen über das Schuldverhältnis schriftlich... -nicht notwendig in einem Wertpapier oder einer förmlichen Schuldurkunde- niedergelegt sind. Dies trifft bei den Schuldscheindarlehen zu. 3) Vgl. hierzu : E. Prölss, a.a.O., S.544ff.
1) W. Staehle, a.a.O., S.153.

lichen Rechts verbürgt oder garantiert sind".[1] Schuldscheindarlehen können weiter an "inländische kreditwürdige kaufmännische, industrielle, sonstige gewerbliche oder landwirtschaftliche Unternehmen" gegeben werden, wenn sie die Höchstlaufzeit von 18 Monaten nicht überschreiten und dinglich oder anderweitig gesichert sind.[2] Diese Möglichkeit nur kurzfristiger Darlehensgewährung dürfte vor allem für die Schuldscheindarlehen auf Revolving-Basis und für die zeitweilige Plazierung langfristiger Darlehen eine Rolle spielen.

Die Anlegung des gebundenen Vermögens in anderen als den genannten Schuldscheindarlehen muss von der Aufsichtsbehörde genehmigt werden. Genehmigungspflichtig sind auch die Refinanzierungsdarlehen: "Refinanzierungsdarlehen an anerkannt sichere Banken mit Festlegung des Endkreditnehmers bedürfen der Genehmigung der Aufsichtsbehörde".[3]

Wir können zusammenfassend feststellen, dass die Schuldscheindarlehen an öffentliche Kreditnehmer grundsätzlich automatisch deckungsstockfähig sind, während die langfristigen Schuldscheindarlehen an die übrigen Kreditnehmer nur unter bestimmten, in der Praxis selten gegebenen Voraussetzungen kraft Gesetzes deckungsstockfähig sind. Aus diesem Grunde muss der überwiegende Teil der Industrie-Darlehen vom BAV genehmigt werden, um als Anlagewert für das Deckungsstockvermögen oder das gebundene Vermögen zugelassen zu werden. Da das BAV seine Genehmigung von der Erfüllung gewisser Voraussetzungen abhängig macht, kommt seiner Genehmigungspraxis für die Darlehensvergabe an die Industrie erhebliches Gewicht zu.

Ohne im einzelnen auf das Genehmigungsverfahren bzw. auf die zur Prüfung herangezogenen Gesichtspunkte einzugehen, sollen doch wegen der generellen Bedeutung der Genehmigungspraxis für die Schuldscheingewährung die wesentlichsten Punkte aufgezeigt werden.

---

1) R 15/58 C III Nr. 4.
2) R 15/58 C III Nr. 10.
3) R 15/58 C III Abs. 9 Satz 2.

2. Genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen

Die Möglichkeit, andere als die in § 68 Abs. 1 VAG genannten Anlagewerte zuzulassen, eröffnet für das Deckungsstockvermögen § 68 Abs. 3 Satz 2 VAG , der bestimmt, dass die Bestände des Deckungsstocks mit Genehmigung der Aufsichtsbehörde "auch anders angelegt werden" können und für das gebundene Vermögen das Rundschreiben R 15/58, demzufolge das gebundene Vermögen "in sonstigen Anlagen mit Genehmigung der Versicherungsaufsichtsbehörde"[1] investiert werden darf. Dabei entscheidet allein das BAV, welche Schuldscheindarlehen es als Anlage zulässt.
Die Genehmigung kann eingeholt werden im sog. ordentlichen Genehmigungsverfahren, bei dem das BAV den individuellen Verhältnissen des antragstellenden Versicherungsunternehmens Rechnung trägt, und im sog."vereinfachten Verfahren für Genehmigungen von Vermögensanlagen (nachträgliche Genehmigung)"[2], das strengere Anforderungen an die Qualität des Schuldscheindarlehens stellt und bei dem die Aufsichtsbehörde -sofern genau festgelegte Voraussetzungen erfüllt sind- das Schuldscheindarlehen nachträglich genehmigt.

a) Das ordentliche Genehmigungsverfahren

aa) Beantragung der Genehmigung

Beim ordentlichen Genehmigungsverfahren muss das Versicherungsunternehmen die Genehmigung des BAV einholen, bevor es das Schuldscheindarlehen gewährt, wobei der Genehmigungsantrag zu begründen ist.[3]. Jedes einzelne Versicherungsunternehmen hat, ohne Rücksicht darauf, ob es sich um ein Einzel- oder Konsortialdarlehen handelt, einen Antrag zu stellen.[4] Bei Konsortialdarlehen beantragt zunächst ein Versicherungsunternehmen für seinen Anteil die Genehmigung, worauf sich die

1) R 15/58 C III Abs. 1 Satz 12.
2) Rundschreiben R 4/55 vom 2. März 1955 an alle dem BAV unterstehenden Versicherungsunternehmen, in: VerBAV 1955,S.64.
3) Vergl. VerBAV GB 1953/54, S.12.
4) Makler können nur im Auftrag und mit Vollmacht eines Versicherungsunternehmens Anträge stellen (E.Prölss, a.a.O.,S.559).

übrigen Konsortialmitglieder -bei positivem Entscheid des BAV- unter Hinweis auf den bereits genehmigten Darlehensteil um die Genehmigung bemühen. Die Anträge sollen "jeweils für jede Anlage gesondert" gestellt werden, "da dies sowohl für die Bearbeitung im BAV als auch für die Deckungsstockunterlagen der Versicherungsunternehmen zweckmässiger erscheint als Sammelanträge".[1)]

Der Genehmigungsantrag muss "die Höhe der einzelnen Kapitalanlage und die Bedingungen, unter denen sie gewährt wird, genau erkennen lassen".[2)] Der Antrag muss weiter "erschöpfenden Angaben und Unterlagen sowohl über die wirtschaftlichen Situation des Schuldners wie über die Qualität der Sicherstellungen" enthalten, wobei "zur Beurteilung der wirtschaftlichen Lage des Schuldners ... insbesondere stets Einsicht in die letzten Bilanzen sowie ein Überblick über die Umsatz- und Ertragsentwicklung der letzten Geschäftsjahre und über die voraussichtliche künftige geschäftliche Entwicklung der darlehenssuchenden Unternehmen"[3)] gehört.

Diese Bestimmungen über das Antragsverfahren zeigen, dass das BAV sich ausführlich über die Konditionen und die Sicherstellung der Schuldscheindarlehen und über die wirtschaftliche Lage der Darlehensnehmer unterrichten will. Zwar enthebt " die Anerkennung der Deckungsstockfähigkeit eines Schuldscheindarlehens durch das BAV ... die Organe eines Versicherungsunternehmens nicht einer eigenverantwortlichen Prüfung der Bonität der Forderung und dies nicht nur im Zeitpunkt des Erwerbs des Schuldscheines"[4)], doch entbindet diese Tatsache "nicht die Aufsichtsbehörde bei der Prüfung der Anträge mit Rücksicht auf ...(das) grosse Risiko besonders sorgfältig zu verfahren".[5)]
Von welchen Voraussetzungen macht nun das BAV seine Genehmigung beim ordentlichen Verfahren abhängig?
Diese Frage ist insofern schwierig zu beantworten, als das BAV hierzu keine einheitlichen Richtlinien erlassen hat, sondern seine Entscheidungen von Fall zu Fall trifft.

1) VerBAV GB 1958/59, S. 15 und GB 1960, S. 19,
2) VerBAV GB 1953/54, S. 11.
3) VerBAV GB 1953/54, S. 11f.
4) VerBAV GB 1962, S. 10.
5) E. Fritz, a.a.O., S.35.

Aufgrund der verschiedenen Hinweise des BAV in seinen Rundschreiben und Geschäftsberichten sind die materiellen Voraussetzungen für eine Genehmigung jedoch weitgehend bekannt.

Da die Versicherungsunternehmen bei ihrer Kapitalanlagepolitik als obersten Grundsatz die dauernde Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen beachten müssen, prüft das BAV, ob die Darlehensgewährung gegen die allgemeinen Anlagegrundsätze verstösst. Seine Betrachtungen erstrekken sich im wesentlichen auf drei Bereiche:

1. auf die Prüfung der Darlehensbedingungen und die Sicherheiten des Schuldscheindarlehens,
2. auf die Prüfung der Kreditwürdigkeit des darlehenssuchenden Unternehmens,
3. auf die Einhaltung des Grundsatzes der gesunden Mischung und Streuung der Vermögensanlagen durch das Versicherungsunternehmen.

bb) Die Anforderungen an die Darlehensbedingungen und die Sicherheiten des Schuldscheindarlehens

Das BAV betont zwar, "dass die Vereinbarung der Konditionen von Schuldscheindarlehen in erster Linie Angelegenheit der Vertragsparteien ist", es fügt aber sogleich einschränkend hinzu: "Die Bedingungen müssen sich allerdings im üblichen Rahmen halten". So soll "die Laufzeit eines durch Ausnahmegenehmigung für deckungsstockfähig erklärten Darlehens ... z.B. 15 Jahre nicht überschreiten".[1] Eine längere Laufzeit erscheine unüberschaubar. Ein solches Schuldscheindarlehen sei deshalb als Deckungsstockanlage ungeeignet. Das BAV hat jedoch eine Ausnahmegenehmigung dann zugelassen, wenn "den Gläubigern spätestens nach 15 Jahren ein Kündigungsrecht eingeräumt worden war".[2]

Das BAV fordert weiter eine "angemessene Tilgung ... während der Laufzeit des Darlehens", da der Kredit "vielfach bei Festschreibung an Liquidität verlieren und ... daher nicht für den Deckungsstock verwendet werden"[3] könne.

1) VerBAV GB 1955/56, S. 10.
2) VerBAV GB 1959/60, S. 13, Vgl. auch VerBAV GB 1960, S. 18.
3) VerBAV GB 1959/60, S. 13.

Die Verzinsung des Darlehens[1] soll marktüblich sein und den Rechnungszins des Versicherungsunternehmens nicht beeinträchtigen. Damit ergibt sich als Untergrenze der Rendite ein Zinssatz von drei Prozent.

Sollen einzelne Vertragsbestimmungen wie z.B. die Laufzeit oder der Zinssatz von Schuldscheindarlehen, die vom BAV bereits genehmigt worden sind, geändert werden, so ist hierzu die erneute Genehmigung des BAV einzuholen. Sie wird nur erteilt, "wenn die beteiligten VU mit diesen Änderungen einverstanden sind und diesbezügliche Anträge gestellt haben, (da) die an Anleihen oder Konsortialdarlehen beteiligten VU gehalten(sind), die Ausgestaltung der Vertragsbestimmungen in ihrer Eigenschaft als Gläubiger in eigenem pflichtgemässen Ermessen zu überprüfen".[2]

Neben der Rendite, Tilgung und Laufzeit prüft das BAV auch, ob die Schuldscheindarlehen ausreichend gesichert sind.

Genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen sollen grundsätzlich gesichert sein. Schuldscheindarlehen ohne besondere Sicherheit sind als Deckungsstockanlage nicht geeignet. "In der Regel kommt die erststellige dingliche Sicherung von Forderungen gegen den ... Darlehensnehmer in Betracht"[3] und zwar durch Grundschulden[4]. Da mit der Möglichkeit zu rechnen sei, dass die Verwertbarkeit von Grundschulden beeinträchtigt werden könne, verlangt das BAV, "dass hinsichtlich der ...Grundschuld eine Klausel betr. die sofortige Unterwerfung unter die Zwangsvollstreckung vom Darlehensnehmer und Darlehensgeber"[5] vereinbart wird.

Die Beleihungsgrenze beträgt beim ordentlichen Genehmigungsverfahren vierzig Prozent des "Beleihungswertes der belaste-

---

1) Das BAV weist darauf hin, dass es "bei der Prüfung der Rendite von Kapitalanlagen nach § 68/69 VAG von der Verzinsung der einzelnen Kapitalanlage, nicht von der Durchschnittsverzinsung aller zum Deckungsstock gehörenden Kapitalanlagen, ausgeht". VerBAV GB 1961, S. 23.
2) VerBAV GB 1956/57, S. 12.
3) VerBAV GB 1960, S. 18.
4) Die Grundschuld wird der Sicherungshypothek vorgezogen, da sie von der zugrunde liegenden Forderung losgelöst ist.
5) VerBAV GB 1960, S. 18.

ten Grundstücke, Gebäude, Bestandteile und des Zubehörs"[1]. Auch die Refinanzierungsdarlehen an Banken -so es sich nicht um öffentlich-rechtliche Kreditinstitute handelt- müssen gesichert werden, da das BAV "Schuldscheindarlehen an Banken mit mittlerer oder langer Laufzeit in gleicher Weise wie Industriekredite behandelt"[2] weshalb von ihr "der schuldrechtliche Anspruch aus Refinanzierungsdarlehen ohne Abtretung der dinglichen Sicherheiten nicht als ausreichende Grundlage für einen Deckungsstockantrag angesehen werden"[3] kann.

Ausser der grundpfandrechtlichen Sicherung lässt das BAV auch in beschränktem Maße andere Sicherstellungen zu wie z.B. Bürgschaften, Verpfändung von Wertpapieren und die sog. Negativklausel.[4] Doch kommen diese Sicherheiten selten vor."Bürgschaften oder Verpfändung von Wertpapieren dienen zumeist der Überbrückung, wenn z.B. eine Grundschuldeintragung erst zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen kann".[5] Wird eine Bürgschaft gestellt, so überprüft das BAV neben der Bonität des Bürgen auch die des Darlehensnehmers.[6] Es hat bisher Bürgschaften von kommunalen Körperschaften und auch die "selbstschuldnerische Bürgschaft einer privaten Grossbank"[7] als deckungsstockfähig genehmigt, dagegen hat es "Konzernbürgschaften, insbesondere die von der Muttergesellschaft für die Verbindlichkeiten der Tochter übernommenen Bürgschaften... in der Regel als nicht geeignet für die Deckungsstockfähigkeit eines Versicherungskredits beurteilt".[8]

Außer den kraft Gesetzes deckungsstockfähigen mündelsicheren Wertpapieren erlaubt das BAV auch die Verpfändung von Industrie-Obligationen und Schiffspfandbriefen.[9] Werden sie neben mündelsicheren Wertpapieren verwendet, dann besteht die "Möglichkeit, die Darlehensforderung in einen kraft Gesetzes deckungsstockfähigen und einen nach § 68 Abs. 3 Satz 2 VAG genehmigungspflichtigen Teil aufzuspalten".[10]

1) VerBAV GB 1962, S. 19 (mit Angaben über Ermittlung des Beleihungswerts).
2) VerBAV GB 1954/55, S. 11.
3) VerBAV GB 1963, S. 24.
4) Vgl. VerBAV GB 1953/54, S. 12, GB 1961, S.22,GB 1965, S.19.
5) F.W. Christians, a.a.O., S.290.
6) Vgl. VerBAV GB 1954/55, S. 11.
7) VerBAV GB 1954/55, S.11.
8) VerBAV GB 1955/56, S.10.
9) VerBAV GB 1953/54, S.12.
10) VerBAV GB 1961, S. 22.

Durch Negativklauseln[1] gesicherte Schuldscheindarlehen genehmigt das BAV nur ausnahmsweise und zwar,"bei Schuldscheindarlehen von Versorgungsunternehmen, die sich überwiegend im Besitz der öffentlichen Hand befinden", während es die "Besicherung durch eine Negativklausel bei Industrieunternehmen kritischer" beurteilt, da sie grundsätzlich die Kreditaufnahme begrenze, was für Industrieunternehmen in besonderen Fällen nachteilige Folgen haben könne, und weil eine Änderung der Negativklauseln wegen inzwischen eingetretener Struktur- oder Konjunkturänderungen mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden sei.[2] Es lässt jedoch die Negativklausel bei industriellen Unternehmen dann zu, wenn es sich "um in ihrer Branche führende Unternehmen entsprechender Grössenordnung" handelt und wenn "die Gesamtsumme der langfristigen Schulden im Rahmen von 30% der Eigenkapitalien liegt".[3]

Bei Konsortialdarlehen ist es für Darlehensnehmer wie -gläubiger oft vorteilhaft, wenn die Bedienung und Abwicklung des Darlehens von einem Treuhänder überwacht wird, der die Gläubiger dem Darlehensnehmer gegenüber vertritt. Das BAV achtet besonders darauf,"dass durch den Treuhandvertrag die Gläubigerstellung der an dem Darlehen beteiligten VU nicht beeinträchtigt wird". Es schreibt deshalb vor, dass bei den Konsortialdarlehen auf Zessionsbasis die darlehensgewährende Bank neben der Teilforderung auch eine Teilgrundschuld in Höhe des Beteiligungsbetrages an das VU abtritt, "da andernfalls der Zedent aus seiner reinen Gläubigerstellung nicht in die eines Treuhänders gelangen kann".[4]

---

1) Die Negativklausel oder "Nichtbelastungsverpflichtung besagt, dass auf eine dingliche Sicherheit verzichtet wird gegen eine Verpflichtungserklärung des Schuldners, dass auch anderen Gläubigern keine derartigen Rechte eingeräumt werden und während der Laufzeit des Darlehens eine Belastung oder Veräusserung des Anlagevermögens nicht ohne Zustimmung der Gläubiger vorgenommen wird". F.W.Christians, a.a.O., S.290.
2) VerBAV GB 1965, S. 19.
3) F.W. Christians, a.a.O., S. 290.
4) VerBAV GB 1954/55, S. 11. Diese Grundschuld oder den Grundschuldteil muss sich die Bank, wenn sie als Treuhänderin eingesetzt wird, zurückabtreten lassen. Sofern sie nur als Vermittlerin fungiert, kann sie aufgrund einer Vereinbarung mit den beteiligten Versicherungsunternhmen direkt Treuhänderin werden, ohne dass es einer Abtretung und Rückabtretung bedarf. VerBAV GB 1961, S. 25.

cc) Die Anforderungen an die Kreditwürdigkeit des Darlehensschuldners

Die Sicherheit eines genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehens wird nicht allein dadurch bestimmt, dass gewisse Anlagewerte des Schuldners -wie Grundstücke, Gebäude, Maschinen und sonstiges Zubehör- den Gläubigern verpfändet werden, aus deren Verwertung sie sich bei Zahlungsunfähigkeit des Darlehensschuldners befriedigen können.[1)]
Anders als beim objektgebundenen Realkredit, bei dem das belastete Objekt aufgrund regelmässig fliessender Erträge die fristgerechte Erfüllung der Zins- und Tilgungsleistungen garantiert und bei dem deshalb die Bonität des Darlehensnehmers zweitrangig ist, ist auch bei ausreichend erscheinender Sicherheitsmarge eine Verwertung industriell genutzter Grundstücken und Anlagen stets problematisch und zumindest mit Zeitverlust und Arbeitsaufwand verbunden. Aus diesem Grunde ist für die Beurteilung der Sicherheit eines Industriedarlehens die Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers wichtiger. Sie liegt vor, "wenn die Möglichkeit und Wahrscheinlichkeit besteht, die vereinbarten Zins- und Rückzahlungstermine ohne Angriff auf die Lebenskraft des Unternehmens einzuhalten und diese Verpflichtungen aus dem natürlichen Leistungsprozess der Unternehmung ohne Schädigung anderer Interessen zu erfüllen."[2)] Auf die Dauer bietet somit nur eine rentabel arbeitende Unternehmung die Gewähr dafür, dass sie ihre Zins- und Tilgungsleistungen prompt erfüllen kann. Bei der Prüfung der Deckungsstockfähigkeit eines Schuldscheindarlehens gilt deshalb das besondere Augenmerk des BAV der Bonität der darlehenssuchenden Unternehmung.[3)]

Welche generellen Anforderungen es seinen Entscheidungen zugrunde legt, ist jedoch -anders als beim sog. vereinfachten Verfahren- nicht genau bekannt. Es hat lediglich darauf hingewiesen, dass die Genehmigungsanträge "erschöpfende Angaben

1) Vgl. unten S. 106ff.
2) W. Kalveram, Die Prüfung der Kreditwürdigkeit, Berlin 1937, S. 8f.
3) Dass die Sicherheiten bei der Beurteilung nur von zweitrangiger Bedeutung sind, ergibt sich aus einem Bescheid des BAV: Das BAV hielt es wegen der "ungünstigen wirtschaftlichen Lage (eines Unternehmens) nicht für vertretbar, der beantragten Gleichrangerweiterung zuzustimmen, wenn auch die Sicherheiten ausreichend sind". VerBAV GB 1963, S. 24.

und Unterlagen über die wirtschaftliche Situation des Schuldners" enthalten sollen und dass zur Beurteilung der wirtschaftlichen Lage "insbesondere stets Einsicht in die letzten Bilanzen sowie ein Überblick über die Umsatz-und Ertragsentwicklung der letzten Geschäftsjahre und über die voraussichtliche künftige geschäftliche Entwicklung des darlehenssuchenden Unternehmens"[1] gehöre.

Nach Christians muss der darlehenssuchenden Unternehmung eine "besondere Vertrauens- und Kreditwürdigkeit bescheinigt werden, die Gewähr dafür bietet, dass die aufgenommenen Schulden fristgerecht getilgt werden, wozu insbesondere die mit dem Darlehen finanzierten Investitionen beitragen sollen".[2]

Deshalb können genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen "auf direktem Weg nach den Grundsätzen des BAV nur von Industrieunternehmungen und von Handels- und Verkehrsunternehmungen,'die nach Art und Umfang einem Industrieunternehmen gleichkommen', aufgenommen werden".[3]

Das BAV beurteilt die Bonität des Darlehensnehmers im Rahmen einer Bilanzanalyse.[4] Dabei prüft es

(a) ob das Anlagevermögen durch Eigenmittel und langfristige Fremdmittel gedeckt ist,(b) ob die Relation der Eigen- zu den Fremdmitteln günstig ist, (c) ob die Liquiditätslage angespannt ist, (d) wie sich die Ertragslage und (e) wie sich der Umsatz entwickelt hat.[5]

---

1) VerBAV GB 1953/54, S.12.
2) F.W. Christians, a.a.O., S.283.
3) H.Reinboth, a.a.O., S.111f.
4) Dem BAV sind zur Beurteilung des Darlehensnehmers im allgemeinen folgende Unterlagen einzureichen:
(1) ein sog. Firmenbericht, der u.a. Angaben enthält über die Firma des Darlehensnehmers (Rechtsform, Sitz, Grundkapital, Gesellschaftszweck, Anzahl der Beschäftigten etc.), über den geschäftlichen Erfolg (Umsatzentwicklung, Auftragsbestand, Geschäftsaussichten), ferner Erläuterungen zur Bilanz und zur Gewinn- und Verlustrechnung und schliesslich Angaben über Verwendungszweck und Sicherung des Darlehens.
(2) Die Bilanzen nebst Gewinn- und Verlustrechnung für die beiden letzten Geschäftsjahre sowie die dazu gehörigen Geschäftsberichte.
(3) Einen Status nach dem neuesten Stande mit Angabe des Bewertungsmaßstabes.
(4) Sofern das Darlehen durch Grundpfandrechte gesichert wird, Grundbuchauszüge, Katasterunterlagen, Steuereinheitswertbescheid sowie die Gutachten vereidigter Sachverständiger über die Werte der Grundstücke etc. M. Frank, a.a.O., S.52.
5) Vgl. VerBAV GB 1963, S.24.

Reinboth[1] weist darauf hin, dass die Anforderungen des BAV an die Vermögens- und Kapitalstruktur und an die Liquidität der darlehenssuchenden Unternehmung sich nicht wesentlich von den auf dem Kreditmarkt üblichen Voraussetzungen der Kreditwürdigkeit unterscheiden.

Der Darlehensnehmer müsste die sog. Goldene Bilanzregel im engeren Sinne[2] einhalten, d.h. das Eigenkapital und das langfristige Fremdkapital müssten zusammen mindestens den Bilanzwert des Anlagevermögens erreichen. "Ferner müssen die Liquidität ersten und die Liquidität zweiten Grades gegeben sein; es müssen also die flüssigen Mittel zuzüglich der kurzfristigen Forderungen bzw. das gesamte Umlaufvermögen das kurzfristige Fremdkapital überdecken".[3]

---

1) H. Reinboth, a.a.O., S. 115f.
2) Über die Finanzierungsregeln allgemein: D. Härle, Die Finanzierungsregeln und ihre Problematik, Wiesbaden 1961.
3) H. Reinboth, a.a.O., S.116.

dd) Die Anforderungen an den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte

Schliesslich prüft das BAV, ob das Versicherungsunternehmen durch die Darlehensgewährung nicht gegen den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte verstösst, der aus Gründen der Risikoverteilung einzuhalten ist. Es achtet besonders darauf, "dass der Industrie- und Wirtschaftskredit nicht übermäßig bevorzugt wird und damit die allgemein angestrebte gesunde Mischung der Anlagewerte lediglich wegen der beim Industriekredit erzielten günstigen Rendite vernachlässigt wird".[1] Es hat jedoch für das ordentliche Genehmigungsverfahren keine allgemeine Norm fixiert für den höchstens zulässigen Anteil der genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen einer Versicherungsunternehmung an ihren gesamten Anlagen oder an ihren jährlichen Neuanlagen. Es weist vielmehr einzelne oder alle Versicherungsunternehmen auf eventuelle Verstösse gegen diesen Grundsatz hin.[2]

"Inwieweit die Mischung der Vermögensanlagen als 'gesund' anzusehen ist, richtet sich im Einzelfall nach den besonderen Verhältnissen bei den jeweiligen Versicherungsunternehmen, wobei es wesentlich auf die Art des Versicherungsunternehmens und auf die Zusammensetzung des Geschäfts und des Bestandes an Versicherungsverträgen ankommt."[3]

Während Staehle schätzt;"Die Grenze der Schuldscheindarlehen dürfte ... bei den Lebensversicherungsunternehmen bei 40% liegen"[4], bezeichnet der zuständige Referatsleiter im BAV die Mischung der Vermögensanlagen bei einem Lebensversicherungsunternehmen dann als gesund, "wenn neben den Anlagen in Grundstücken (25%) und Aktien (10%) die restlichen 65% etwa gleichmässig auf Hypothekendarlehen, festverzinsliche Wertpapiere, Schuldscheindarlehen und Festgeldanlagen verteilt werden".[5] Der Anteil der Schuldscheindarlehen sollte demnach 17% nicht übersteigen.

---

1) E. Fritz, a.a.O., S. 29.
2) Vgl.z.B. VerBAV GB 1955/56, S. 12, GB 1956/57, S.13, GB 1960, S. 18, GB 1963, S.15, GB 1965, S. 19.
3) E. Otto, Vermögensanlage- und Deckungsstockfragen in der Sicht des BAV, in: Versicherungswirtschaft, Heft 10 (1965), S. 473.
4) W. Staehle, a.a.O., S.155.
5) E. Otto, a.a.O., S.473.

b) Das vereinfachte Genehmigungsverfahren

aa) Beantragung der Genehmigung

Beim ordentlichen Genehmigungsverfahren darf die Darlehensvaluta erst nach erteilter Genehmigung zur Verfügung gestellt werden. Dadurch besteht für das um Genehmigung nachsuchende Versicherungsunternehmen , wenn sich die Genehmigung verzögert, die Gefahr von Zinsverlusten. "Um eine grösstmögliche Beschleunigung der Bearbeitung von Anträgen auf Genehmigung ... der Gewährung von Schuldscheindarlehen gemäss § 68 Abs. 3 Satz 2 VAG zu erreichen und den VU die Anlagemöglichkeiten zu erleichtern, hat das BAV in dem Rundschreiben R 4/55 vom 2. März 1955 Vereinfachungen des Genehmigungsverfahrens geschaffen".[1)]

Das Rundschreiben gibt reine Verfahrensvorschriften für die Anlegung der Bestände des Deckungsstocks und des sonstigen gebundenen Vermögens; es behandelt nicht die Anlagen, die aus den Mitteln des restlichen Vermögens vorgenommen werden.[2)] Es enthält keine generelle Genehmigung von Schuldscheindarlehen,[3)] sondern eröffnet den Versicherungsunternehmen die Möglichkeit, sofern die im Rundschreiben genannten Voraussetzungen gegeben sind, "spätestens jeweils bis zum Ende des folgenden Monats ... nach Vereinbarung eines Schuldscheindarlehens"[4)] die nachträgliche Genehmigung zu beantragen. "Wird eine der Voraussetzungen ... nicht erfüllt,... so hat das betreffende VU im Wege des ordentlichen Genehmigungsverfahrens, d.h. ... vor Abschluss des Darlehensvertrages, einen Antrag auf Genehmigung nach § 68 Abs. 3 Satz 2 VAG zu stellen".[5)] Verweigert das BAV seine Genehmigung, so sind "die für die Anschaffung erforderlichen Mittel ... grundsätzlich aus dem freien Vermögen zu entnehmen"[6)], oder das Versicherungsunternehmen muss das Schuldscheindarlehen veräussern.

1) VerBAV GB 1954/55, S. 12.
2) Vgl. E. Prölss, a.a.O., S. 548, A. Goldberg, Das vereinfachte Verfahren für Genehmigungen von Vermögensanlagen, in: VerBAV 1955, S. 363.
3) "Auch wenn die Voraussetzungen des Rundschreibens vorliegen, ist immer eine nachträgliche Genehmigung des BAV einzuholen", VerBAV GB 1954/55, S. 12.
4) R 4/55.
5) VerBAV GB 1954/55 S. 12.
6) R 4/55 Abs. 2 Satz 2.

Das vereinfachte Verfahren ist im Gegensatz zum ordentlichen Genehmigungsverfahren ziemlich exakt normiert und stellt strengere Anforderungen an die Sicherheiten des Schuldscheindarlehens, an die Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers und an den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte.

bb) Die Anforderungen an die Darlehensbedingungen und an die Sicherheiten des Schuldscheindarlehens

Die Anforderungen an die Darlehensbedingungen entsprechen weitgehend denen des ordentlichen Verfahrens. "Darlehensverträge mit einer längeren Laufzeit als 15 Jahre bedürfen der vorherigen Zustimmung der Aufsichtsbehörde".[1)]
Dagegen müssen die Schuldscheinforderungen grundsätzlich dinglich erststellig gesichert sein. Die Belastung darf 30 vH des Taxwertes der belasteten Grundstücke, Gebäude, Bestandteile und des Zubehörs nicht übersteigen.[2)] Lediglich bei Versorgungsunternehmen, deren Kapital sich zu mehr als 50 vH im Besitz des Bundes, eines Landes oder einer inländischen kommunalen Körperschaft befindet, wird die sog. Negativklausel als Sicherheit zugelassen. In diesem Falle "soll das Verhältnis der Fremdmittel zu den Eigenmitteln einen Satz von 2 : 1 nicht überschreiten".[3)]

cc) Die Anforderungen an die Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers

Im vereinfachten Verfahren dürfen Schuldscheindarlehen nur an als besonders vertrauens- und kreditwürdig anerkannte inländische industrielle Unternehmen der Grundstoffindustrie, an inländische Standardunternehmen und an Versorgungsbetriebe gewährt werden.[4)] Das Rundschreiben erläutert jedoch nicht, wann ein Unternehmen als "besonders vertrauens- und kreditwürdig" gilt und gibt auch keine Definition der Standard- und Versorgungsunternehmen. Auch die von Goldberg, dem zuständigen Referatsleiter im BAV, gegebenen Begriffserklärungen sind sehr

1) R 4/55 Abs. 1 Satz 2.
2) R 4/55 Abs. 1 Satz 3.
3) R 4/55 Abs. 1 Satz 3.
4) R 4/55 Abs. 1 Satz 1.

unbestimmt. Nach ihm ist für die Beurteilung, ob ein Unternehmen besonders vertrauens- und kreditwürdig ist, allein "die Stellung und das Ansehen des Industrieunternehmens in der gesamten inländischen Wirtschaft" massgebend, insbesondere seine Entwicklung, Grössenordnung und Finanzkraft sowie seine Stellung innerhalb seines Wirtschaftszweiges, nicht jedoch die subjektive Meinung des beteiligten Versicherungsunternehmens über die Bonität des Industrieunternehmens.[1)]
Standardunternehmen definiert er als Unternehmen, die in ihrem Wirtschaftszweig "richtungsweisend" sind und deren "Kreditwürdigkeit über alle Zweifel erhaben" ist.[2)]
Versorgungsunternehmen sind Unternehmen, "denen öffentliche Aufgaben obliegen" und die "insbesondere die Bevölkerung mit Strom, Gas und Wasser beliefern".[3)]
Schuldscheindarlehen an die in dieser Weise bestimmten Unternehmen werden nachträglich nur genehmigt, wenn ihr Grundkapital mindestens 6 Millionen DM beträgt.[4)] Daneben sollen sie noch folgende Voraussetzungen erfüllen:"Das Verhältnis des Fremdkapitals zum Eigenkapital soll in der Regel einen Satz von 2 : 1 nicht überschreiten. Ferner sollen die Fremdmittel das Umlaufvermögen nicht übersteigen. Die Unternehmen sollen keinen erheblichen Konjunkturschwankungen ausgesetzt sein."[5)]

dd) Die Anforderungen an den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte

Dem Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte trägt das BAV in zweifacher Weise Rechnung. Einmal, indem es sie dadurch erzwingt, dass ein Versicherungsunternehmen aufgrund des vereinfachten Verfahrens "nur 20 vH der jährlich zu Neuanlagen verfügbaren Mittel in Schuldverschreibungen und Schuldschein-Darlehensforderungen"[6)] anlegen darf. Mit dieser Vorschrift soll also vermieden werden, "dass die Industriekredite in einem unangemessenen Verhältnis zu den übrigen Kapitalanlagewerten stehen".[7)]

1),2),3) A. Goldberg, a.a.O., S.363.
4) R 4/55 Abs. 1 Satz 1.
5) R 4/55 Abs. 1 Satz 2.
6) R 4/55 Abs. 2 Satz 1.
7) A. Goldberg, a.a.O., S.364.

Zum andern, indem es die Höhe der Darlehenssummen begrenzt und so eine Streuung nach Kreditgrössen erreicht. Im Einzelfall soll die Vermögensanlage in genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen bei den Lebensversicherungsunternehmen bestimmte Prozentsätze der Deckungsmittel und bei den Kranken- und Sachversicherungsunternehmen bestimmte, nach der Höhe der jährlichen Beitragseinnahmen gestaffelte Höchstbeträge nicht überschreiten.[1)]

Die Versicherungsunternehmen machen vom vereinfachten Verfahren relativ wenig Gebrauch.[2)] Das kann einmal auf die strenge Beschränkung auf Schuldscheindarlehen an sog. erste Adressen zurückzuführen sein oder auch darauf, dass sie sich scheuen, das Risiko einzugehen, dass das BAV die nachträgliche Genehmigung versagt. Zum andern mögen auch die der Risikostreuung dienenden quantitativen Begrenzungen zumindest den kleineren Versicherungsgesellschaften verbieten, Schuldscheindarlehen auf Grund dieses Verfahrens zu gewähren. Inwieweit dies zutrifft soll nunmehr untersucht werden.

---

1) R 4/55 Abs. 2 Satz 1 lautet:

"Im Einzelfall soll die Vermögensanlage nicht überschreiten:

a) bei Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen = 1 vH. der Deckungsmittel.
Bei Konsortialdarlehen, an denen mindestens drei Versicherungsunternehmen beteiligt sind, kann die Vermögensanlage des einzelnen Unternehmens bis zu 1 1/2 vH. der Deckungsstockmittel betragen;

b) bei Krankenversicherungsunternehmen = 1 1/2 vH. der jährlichen Beitragseinnahme,

c) bei Sachversicherungsunternehmen,
bei einer jährlichen Beitragseinnahme bis zu 8 Mio. DM den Betrag von 100 000 DM,
bei einer jährlichen Beitragseinnahme von 15 bis 30 Mio.DM den Betrag von 300 000 DM,
bei einer jährlichen Beitragseinnahme von 30 bis 50 Mio.DM den Betrag von 750 000 DM,
bei einer jährlichen Beitragseinnahme von 50 bis 80 Mio.DM den Betrag von 1 000 000 DM,
bei einer jährlichen Beitragseinnahme von über 80 Mio. DM den Betrag von 2 000 000 DM."

2) E. Fritz, a.a.O., S.36.

III. Die Bedeutung der Kapitalanlagevorschriften und der Genehmigungspraxis des BAV für die Darlehensgewährung

Da der überwiegende Teil der Schuldscheindarlehen an nicht öffentliche Kreditnehmer vom BAV als Anlage für den Deckungsstock oder das gebundene Vermögen genehmigt werden muss und da das restliche Vermögen, das ohne Genehmigung des BAV angelegt werden kann, von den Versicherungsunternehmen zumeist für die Finanzierung des laufenden Geschäftsbetrieb bzw. für den Erwerb von Beteiligungen gebraucht wird, können die Versicherungsunternehmen grundsätzlich nur solche Darlehen gewähren, die den strengen Anforderungen des BAV an die Bonität des Darlehensnehmers und an die von ihm zu stellenden Sicherheiten genügen und deren Vergabe nicht gegen den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte verstösst.
Die gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Anlagevorschriften und die ihnen Rechnung tragende Genehmigungspraxis des BAV begrenzen deshalb den Kreis möglicher Darlehensschuldner, den Anteil der Schuldscheindarlehen an den gesamten Vermögensanlagen einer Versicherungsunternehmung und die Höhe ihrer einzelnen Schuldscheindarlehen. Daneben beschränken sie die Vertragsparteien in der Festlegung bestimmter Darlehenskonditionen.

1. Die Beschränkung der Vertragsparteien in der Festlegung der Darlehenskonditionen

Der Überprüfung der Darlehenskonditionen durch das BAV dürfte allerdings im Hinblick auf den Umfang der Darlehensgewährung nur geringes Gewicht zukommen. Die Minimalanforderungen des BAV - die Verzinsung der Schuldscheindarlehen soll marktüblich sein; die Laufzeit des Darlehens soll in der Regel 15 Jahre nicht überschreiten bzw. es muss dem Gläubiger spätestens nach 15 Jahren ein Kündigungsrecht eingeräumt werden; das Darlehen ist angemessen zu tilgen- sind so gering, dass ihnen wohl jeder gute Kreditnehmer genügen kann. Dagegen engen die Anforderungen des BAV an die Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers und an die von ihm zu stellenden Sicherheiten den Kreis möglicher Darlehensnehmer stark ein.

2. Einengung des Kreises der Darlehensschuldner

Da wie bereits erwähnt genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen auf direktem Wege nur von Industrieunternehmen und von Handels- und Verkehrsunternehmen, die nach Art und Umfang einem Industrieunternehmen gleichkommen, aufgenommen werden können, scheiden von vornherein sämtliche Handwerksbetriebe und sämtliche kleinen und mittleren Betriebe des Handels und des Verkehrs als Darlehensnehmer aus.[1] Aber auch grösseren Unternehmen steht die Schuldscheinfinanzierung nur offen, wenn sie in den der Darlehensaufnahme vorhergehenden Jahren Gewinne erzielt haben und weiterhin über sichere Gewinnerwartungen verfügen. Unternehmen, die Verluste ausweisen müssen, erhalten grundsätzlich keine Schuldscheindarlehen. Da das BAV seiner Kreditwürdigkeitsprüfung die Abschlüsse der letzten drei Jahre zugrunde legt, "ist auch relativ neuen oder neu zu gründenden Unternehmungen .. die Möglichkeit der Schuldscheindarlehensfinanzierung verschlossen, es sei denn, dass den Versicherungsgesellschaften deckungsstockfähige Bürgschaften geboten werden können".[2]

Unternehmen, die nicht zur Grundstoffindustrie rechnen, bei denen es sich nicht um sog. Standardunternehmen handelt und auch nicht um Versorgungsbetriebe, erhalten Schuldscheindarlehen nur, wenn sie über eine starke Marktstellung verfügen, wenn sie keine erhebliche Konjunkturschwankungen aufweisen und wenn sie sich aufgrund ihrer Grösse und der Breite ihres gut eingeführten Produktsortiments schnell an veränderte Marktsituationen anpassen können.[3] Diese Anforderungen beschränken in erster Linie die Schuldscheinfähigkeit der kleineren und mittleren Industrieunternehmen. Ihnen fehlt im allgemeinen das Merkmal der marktbeherrschenden Stellung und für sie ist es wegen ihrer beschränkten Finanzierungsmöglichkeiten zumeist schwierig, ihren Betrieb rechtzeitig umzustellen.[4]

1) Vgl. H. Reinboth, a.a.O., S.112.
2) H.Reinboth, a.a.O., S.114.
3) H. Reinboth, a.a.O., S.115.
4) Vgl. S. Menrad, Der Investitionskredit an die mittelständische Industrie als öffentliche Aufgabe, in: Gemeindewirtschaft und Unternehmerwirtschaft, Festgabe für Rudolf Johns zum 65. Geburtstag am 15. Juli 1965, hrsg.von L.Mülhaupt und K. Oettle, Göttingen 1965, S. 324 und S. 327ff.

Der Kreis der Darlehensnehmer wird auch deshalb eingeengt, weil die darlehenssuchenden Unternehmen oft nicht die o.e. Bilanzrelationen erfüllen, von denen die Aufsichtsbehörde ihre Genehmigung abhängig macht. So hat eine Untersuchung des Statistischen Bundesamtes ergeben, dass Ende 1957 274 (22,5vH) der 1217 Aktiengesellschaften der Industrie die Goldene Bilanzregel nicht erfüllten[1] und dass nur bei 840 (69 vH) Aktiengesellschaften der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme über 35 vH lag,[2] so dass ein Teil der Aktiengesellschaften den Anforderungen des BAV an die Bilanzrelationen nicht genügte.

Für die Unternehmen, die nicht die Rechtsform der Aktiengesellschaft haben, gibt es zwar keine Angaben über die Bilanzverhältnisse. Da ihnen jedoch der Kapitalmarkt für die Erhöhung ihres Grundkapitals verschlossen ist, sie ihr Eigenkapital somit vorwiegend nur durch Selbstfinanzierung (eigengebildetes Kapital) erhöhen können, ist anzunehmen, dass sie den Eigenkapitalanforderungen nur in geringerem Maße entsprechen als die emissionsfähigen Aktiengesellschaften.

Da das BAV bei genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen in der Regel die Bestellung erststelliger Grundpfandrechte verlangt und hierbei im allgemeinen die Grundstücke, Gebäude, Maschinen und Einrichtungen nur bis zu 40 vH ihres Wertes beleihen lässt, scheiden weiter jene Unternehmen als Darlehensnehmer aus, die ihren Verschuldungsspielraum bereits ausgefüllt haben und die keine anderen Sicherheiten -wie z.B. öffentliche Bürgschaften oder lombardfähige Wertpapiere- bieten können.

Die erwähnten Bilanzierungs- und Beleihungsrelationen gelten auch für den Erwerb von Industrieobligationen durch Versicherungsgesellschaften. Da die emittierenden Unternehmen an einer schnellen und dauernden Plazierung ihrer Obligationen interessiert sind und da den Versicherungsunternehmen als Käufer der

---

1) Streuung in der Kapitalstruktur von Aktiengesellschaften der Industrie, in: Wirtschaft und Statistik, Jg. 1958, S.663 (Tabelle 4: Die Streuung der Relationen der Goldenen Bilanzregel 1957 bei 1 217 Aktiengesellschaften der Industrie).
2) Streuung in der Kapitalstruktur...., S.665 (Tabelle 5: Die Streuung des Anteils des Eigenkapitals und des Substanzwertes 1957 bei 1 217 Aktiengesellschaften der Industrie).

Industrieobligationen grosses Gewicht zukommt, müssen die emittierenden Unternehmen -wenn sie nicht auf die Deckungsstockfähigkeit ihrer Emissionen verzichten vollen- bei ihrer Finanzplanung auch die Anlagevorschriften des BAV berücksichtigen. "Die Einstellung des Kapitalmarktes zwingt so die Unternehmungen zur Einhaltung bestimmter Finanzierungsregeln, für deren Gestaltung nicht in erster Linie die Bedürfnisse der kapitalnachfragenden Unternehmung maßgebend sind, sondern die Vorstellungen des Kapitalmarktes über Ausmaß und Begrenzung des vom Kapitalgeber zu übernehmenden Risikos".[1)]

3. Begrenzung des Darlehensvolumens der Versicherungsunternehmen und der Höhe ihrer einzelnen Schuldscheindarlehen

Selbst wenn die darlehenssuchenden Unternehmen die Anforderungen, welche das BAV an ihre Kreditwürdigkeit und an die von ihnen zu bietenden Sicherheiten stellt, erfüllen, können sie Schuldscheindarlehen nur erhalten, wenn die Versicherungsunternehmen mit ihrer Darlehensgewährung nicht gegen den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte verstossen.
Wir erwähnten bereits die der Risikostreuung dienenden Bestimmungen des sog. vereinfachten Verfahrens, denen zufolge die Lebensversicherungsunternehmen nur bestimmte Prozentsätze ihrer Deckungsstockmittel und die Sachversicherungsunternehmen nur bestimmte, nach ihren jährlichen Einnahmen gestaffelte Höchstbeträge in genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen investieren dürfen. Wir stellten weiter fest, dass dieses Verfahren die Neuausleihungen in genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen auf 20 vH der jährlich zu Neuanlagen verfügbaren Mittel beschränkt.
Welche Bedeutung kommt diesen Vorschriften für den Umfang der Darlehensgewährung zu? Legt das BAV sie auch seinen Entscheidungen beim ordentlichen Genehmigungsverfahren zugrunde?
Bei Einzeldarlehen der Lebensversicherungsunternehmen, die in der Regel ab 100 000 DM gewährt werden, soll der Darlehensbetrag 1 vH der Deckungsstockmittel nicht überschreiten. Bei

1) K. Hax, Die Kapitalwirtschaft des wachsenden Industrieunternehmens, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 16. Jg.(1964), S. 275.

Konsortialdarlehen sollen die Teildarlehen, die schon ab DM 50 000 gewährt werden, 1,5 vH der Deckungsstockmittel nicht übersteigen.

Die Lebensversicherungsunternehmen können somit Einzeldarlehen in Höhe des Mindestbetrages nur gewähren, wenn ihre Deckungsstockmittel mehr als 10 Mio DM betragen. Dagegen vermögen sie sich an Konsortialdarlehen bereits bei einem Deckungsstockvermögen von über 3,33 Mio DM zu beteiligen.

Überprüft man die Bilanzen der deutschen Lebensversicherungsunternehmen,[1] so zeigt sich, dass z.B. zum Jahresende 1965 nur bei 10 der 87 der Aufsicht des BAV unterstellten Unternehmen die Vermögensanlagen unter 10 Mio DM lagen, sie also keine Einzeldarlehen geben konnten, und dass nur bei 4 Versicherungsunternehmen das Anlagevermögen unter DM 3,33 Mio lag, sie sich also auch nicht an Konsortialdarlehen beteiligen konnten.

Die Schuldscheindarlehensgewährung aufgrund des vereinfachten Verfahrens ist somit nur den kleinsten Lebensversicherungsunternehmen verschlossen. Dagegen können sich grundsätzlich alle Sachversicherungsunternehmen an der Schuldscheinfinanzierung beteiligen, da sie bei einem jährlichen Beitragsaufkommen bis zu 8 Mio DM Schuldscheindarlehen mit einem Höchstbetrag bis zu 100 000 DM gewähren dürfen.

Die der Risikostreuung dienenden Vorschriften zwingen jedoch die Versicherungsunternehmen, die Höhe ihrer Einzeldarlehen oder ihrer Teildarlehen auf ihr Deckungsstockvermögen bzw. auf ihre jährlichen Beitragseinnahmen so abzustimmen, dass sie die erwähnten Prozentsätze nicht übersteigen. Dadurch wird ihr Darlehensangebot begrenzt.

Diese Begrenzung kann bewirken, dass bestimmte Darlehensnehmer ihre Schuldscheindarlehen stärker stückeln müssen, um sich auf diese Weise einen grösseren Kreis potentieller Darlehensgeber zu erschliessen.

Inwieweit wirkt sich die Vorschrift, dass die Versicherungsunternehmen nach dem vereinfachten Verfahren nur 20 vH der jährlich zu Neuanlagen verfügbaren Mittel in genehmigungspflich-

1) Vgl. VerBAV GB 1965, Tabelle 38:"Vermögensanlagen der deutschen Lebensversicherungsunternehmen", S. 46-51.

tigen Schuldscheindarlehen investieren dürfen, auf den Umfang der Darlehensgewährung aus? Trägt das BAV dieser Begrenzung auch beim ordentlichen Genehmigungsverfahren Rechnung?

Die Beantwortung dieser Fragen wird einmal dadurch erschwert, dass die vom BAV veröffentlichten Statistiken nicht unterscheiden zwischen Schuldscheindarlehen, die im ordentlichen Verfahren und solchen, die im vereinfachten Verfahren genehmigt werden, und zum andern dadurch, dass sie nur die prozentualen Anteile der Bestände und nicht die der Neuausleihungen der kraft Gesetzes deckungsstockfähigen und der genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen ausweisen. Wir können jedoch diesen Schwierigkeiten dadurch aus dem Wege gehen, dass wir die Brutto-Zugänge an Vermögensanlagen den jährlich zu Neuanlagen verfügbaren Mitteln gleichsetzen und die Schuldscheindarlehen an Industrieunternehmen und an Geld- und Kreditinstitute als genehmigungspflichtig annehmen. Durch die Einbeziehung aller Geld- und Kreditinstitute ergeben sich allerdings etwas höhere Anteilssätze, da Globaldarlehen an öffentlich-rechtliche Kreditinstitute kraft Gesetzes deckungsstockfähig sind. Jedoch dürfte deren Anteil zu gering sein, als dass dadurch die Aussagekraft der Anteilssätze wesentlich beeinträchtigt wird.

Betrachten wir zunächst die Entwicklung der Anteile aller Schuldscheindarlehen an den gesamten Deckungsstockanlagearten der Lebensversicherungsunternehmen. Wie aus der Tabelle 1 zu ersehen ist, liegen sie zwischen 30 und 40 Prozent. Damit scheint die o.e. Schätzung Staehles, derzufolge der Anteil aller Schuldscheindarlehen höchstens bis zu 40 Prozent betragen dürfe, bestätigt. Bei diesen Zahlenangaben handelt es sich jedoch nur um die durchschnittlichen Anteilszahlen aller Lebensversicherungsunternehmen. Das Bild ändert sich grundlegend, wenn man die Anteilszahlen der einzelnen, der Aufsicht des BAV unterstellten Lebensversicherungsunternehmen betrachtet:[1)]
Ende 1965 überschritten die Anteile der Schuldscheindarlehen an den gesamten Vermögensanlagen bei 25 der 87 durch das BAV beaufsichtigten Unternehmen die 40 Prozentgrenze: 14 Unternehmen hatten zwischen 40 und 45%, 6 Unternehmen zwischen 45

1) Vgl. VerBAV GB 1965, Tabelle 38:"Vermögensanlagen der deutschen Lebensversicherungsunternehmen", S. 46 -51.

und 50 % und 5 Unternehmen über die Hälfte ihres Deckungsstockvermögens in Schuldscheindarlehen angelegt.
Die durchschnittlichen Anteilszahlen lassen gleichzeitig erkennen, dass der Grossteil der Lebensversicherungsunternehmen gegen den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte verstösst, demzufolge -nach der Interpretation Ottos[1]- nur rund 20 vH ihrer Deckungsstockwerte auf Schuldscheindarlehen entfallen sollen.

Die Tabelle 1 zeigt weiter, dass der Anteil der nach § 68 Abs. 3 Satz 2 VAG genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen zwischen 16 und 22 Prozent schwankt. Berücksichtigt man, dass das BAV wiederholt die Versicherungsgesellschaften auf Verstöße gegen den Mischungsgrundsatz hingewiesen hat, so lassen diese Anteilssätze den Schluss zu, dass zwar einzelne Versicherungsunternehmen durchaus zu einer verstärkten Darlehensvergabe bereit gewesen wären, dass jedoch das BAV einer erheblichen Überschreitung der 20 Prozentgrenze bei den genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen durch seine Genehmigungspraxis Einhalt geboten hat.

In der Sachversicherung liegt der durchschnittliche Anteil der Schuldscheindarlehen jeweils unter 20 vH aller Vermögensanlagen.[2] Aber auch die Sachversicherungsunternehmen haben -wie sich aus einer vom BAV veröffentlichten Statistik ergibt[3]- teilweise gegen den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte verstossen: Von den 160 der Aufsicht des BAV unterstellten Unternehmen haben zum Jahresende 1965 z.B. 11 über 40 vH ihrer Vermögensanlagen in Schuldscheindarlehen angelegt, davon 4 VU zwischen 40 und 45 vH, zwei zwischen 45 und 50 vH und 5 über die Hälfte.

Stellt man die Neuausleihungen der Schuldscheindarlehen der Lebensversicherungsunternehmen dem Brutto-Zugang ihrer Vermögensanlagen gegenüber[4], so zeigt sich, dass sowohl der Anteil der Neuausleihungen aller Schuldscheindarlehen als auch der Anteil der Neuausleihungen der genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen die im vereinfachten Verfahren gesetzte

1)Vgl. E.Otto, a.a.O., S.473.
2)Vgl.Tabelle 8
3)VerBAV GB 1965, Tabelle: Vermögensanlagen der deutschen Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen, S. 114-123.
4)Vgl. Tabelle 2.

Grenze von 20 Prozent weit überschreitet, dass mit anderen Worten das BAV beim ordentlichen Genehmigungsverfahren diese Grenze nicht beachtet.

Demgegenüber legten -wie die Tabelle 3 zeigt- die Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen in der Regel nur bis zu 30 vH ihrer für Neuausleihungen verfügbaren Mittel in Schuldscheindarlehen an, wobei der Anteil der genehmigungspflichtigen zumeist unter 20 vH aller Vermögensanlagen lag.

Berücksichtigt man, dass die 20 Prozentgrenze im betrachteten Zeitraum verschiedentlich nur knapp überschritten worden ist und dass in den übrigen Jahren der durch die Grenze gezogene Spielraum kaum ausgenutzt worden ist, so kann daraus geschlossen werden, dass nicht die Genehmigungspraxis des BAV, sondern die anlagepolitischen Erwägungen der Sachversicherungsunternehmen ihr gegenüber der Lebensversicherung geringeres Engagement in Schuldscheindarlehen bestimmt haben.

Fassen wir zusammen:
Die gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Anlagevorschriften lassen zwar grundsätzlich die unabhängige Anlageentscheidung der Versicherungsunternehmen unangetastet. Es steht ihnen weitgehend frei, ob, wann und wieviel sie in den einzelnen, gesetzlich zugelassenen Werten investieren wollen. Aber dadurch, dass nur bestimmte Werte für die Vermögensanlage infrage kommen, beeinflussen die Anlagevorschriften mittelbar die Zusammensetzung der Vermögensanlagen.
Die Anlagevorschriften regeln in erster Linie die Sicherheit der investierten Mittel. Die Liquiditätsfrage und die Rentabilität der Vermögensanlage ist nur allgemein angesprochen. Es bleibt somit weitgehend den Versicherungsunternehmen überlassen, diesen Gesichtspunkten bei ihrer Anlagepolitik Rechnung zu tragen.
Die Bedeutung der gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Anlagevorschriften und der Genehmigungspraxis des BAV für die Schuldscheindarlehensgewährung liegt darin, dass durch sie der Kreis der Darlehensnehmer eingeschränkt wird. Während Schuldscheindarlehen öffentlicher Kreditnehmer kraft Gesetzes dek-

kungsstockfähig sind, bedürfen Schuldscheindarlehen an die übrigen Darlehensnehmer jeweils der Genehmigung des BAV um als Anlagewert für das gebundene Vermögen zugelassen zu werden. Praktisch können nur solche Unternehmen Schuldscheindarlehen aufnehmen, deren Bonität -zumindest zum Zeitpunkt der Darlehensvergabe- über jeden Zweifel erhaben ist, und die daneben gute und ausreichende Sicherheiten zu stellen vermögen.

Die Genehmigung der Deckungsstockfähigkeit durch das BAV bietet den Versicherungsunternehmen zwar die Gewähr, dass die Bonität des Darlehensschuldners und der Wert der von ihm bestellten Sicherheiten den strengen Anforderungen des BAV genügen. Sie enthebt jedoch die Versicherungsunternehmen nicht einer eigenverantwortlichen Überwachung und Prüfung der Sicherheit der gewährten Darlehen. Da das BAV die Schuldscheindarlehen nicht laufend überwachen kann, müssen die Versicherungsunternehmen selbst entscheiden, unter welchen Voraussetzungen ein Schuldscheindarlehen als Anlagewert für das Deckungsstockvermögen oder für das sonstige gebundene Vermögen geeignet ist. Genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen müssen somit laufend durch das darlehensgewährende Versicherungsunternehmen überwacht werden, damit es, wenn sich die wirtschaftliche Lage des Darlehensschuldners verschlechtert, sofort entsprechende Maßnahmen zur Sicherung seiner Darlehensforderung treffen kann.

Der Umfang der Darlehensgewährung ist zwar nicht starr begrenzt. Aus der Entwicklung der Darlehensbestände ergibt sich jedoch, dass das BAV den Umfang der genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen auf etwa 20 vH aller Vermögensanlagen beschränkt. Die Darlehensvergabe an die Industrie kann sich somit nur entsprechend der Entwicklung der Vermögensbildung bei den Versicherungsunternehmen verändern, wobei jeweils nur etwa ein Fünftel des Vermögenszuwachses für Neuausleihungen an die Industrieunternehmen zur Verfügung steht.

Die Anlagevorschriften veranlassen die Versicherungsunternehmen sich an einzelnen Darlehen nur bis zu individuell bestimmten Höchstbeträgen zu beteiligen, da sie sonst gegen den Grundsatz der gesunden Mischung der Anlagewerte verstossen würden. Dadurch ergibt sich eine weitere Beschränkung des Darlehensangebots der Versicherungsunternehmen.

D. Die betriebswirtschaftliche Eignung der Schuldscheindarlehen als Objekt der Kapitalanlage

I. Die Sicherheit der Schuldscheindarlehen

Schuldscheindarlehen lauten auf Nominalbeträge und stellen langfristige, mit einem festen Zinssatz ausgestattete Forderungen dar. Ihre Sicherheit kann allgemein ausser durch das Geldwertrisiko, das wir hier ausser acht lassen wollen, da es bei allen Nominalforderungen gleichermaßen besteht, bedroht werden:
1. durch das B o n i t ä t s r i s i k o oder Ausfallrisiko, d.h. durch die Gefahr, dass der Schuldner seine Zins- und Tilgungsverpflichtungen nicht oder nicht fristgerecht erfüllt und dass aus den vorhandenen Sicherheiten eine volle Befriedigung des Gläubigers nicht möglich ist und
2. durch das K u r s r i s i k o , das heisst durch die Gefahr, dass die festverzinsliche Schuldscheinforderung, wenn der Kapitalmarktzinssatz steigt, sich nicht mehr marktgerecht verzinst, sie somit an Wert verliert. Das kann einmal zur Folge haben, dass die unterverzinsliche Forderung aufgrund bestehender Bewertungsvorschriften auf ihren niedrigeren Wert abgeschrieben werden muss oder dass sie nur zu einem unter ihrem Anschaffungswert liegenden Verkaufspreis veräussert werden kann. Während im ersten Fall die Verluste nur buchmässig entstehen, werden sie im zweiten Fall realisiert. Das Bonitäts- und das Kursrisiko und die damit zusammenhängenden Probleme sollen im folgenden erörtert werden.[1)]

1. Das Bonitätsrisiko

Beim Bonitätsrisiko geht es grundsätzlich nicht nur um die Bonität des Schuldners im Zeitpunkt der Darlehensvergabe, sondern während der gesamten Darlehenslaufzeit. Im allgemeinen werden die Kapitalgeber die Gewährung von Schuldscheindarlehen ablehnen , wenn die Bonität des Darlehensschuldners ihnen zweifelhaft erscheint. Es ist jedoch zu beachten, dass die

1) Dabei wollen wir zunächst auf das Kursproblem nur im Zusammenhang mit den Bewertungsvorschriften eingehen.

Darlehensgläubiger auch bei bester Bonität des Darlehensnehmers noch das Risiko laufen, dass die Bonität des Darlehensnehmers sich während der Laufzeit des Darlehens verschlechtert oder sich als schlechter erweist, als bei der Darlehensvergabe angenommen. Infolgedessen ist das Bonitätsrisiko immer unter diesem dynamischen Aspekt zu sehen.

Ob ein Schuldscheindarlehen sicher ist, hängt im wesentlichen von der wirtschaftlichen Lage des Darlehensschuldners ab, insbesondere von seiner Ertragskraft und daneben vom Umfang und von der Qualität der von ihm gebotenen Sicherheiten. Sie dürfen allerdings nicht überbewertet werden. Da auch bei ausreichend erscheinender Sicherheitsmarge die Verwertung der verpfändeten Objekte oft problematisch sein und zumindest Zeitverlust und Mühe verursachen kann, lässt sich die Sicherheit der Schuldscheindarlehen nicht allein nach den vom Darlehensnehmer bestellten Sicherheiten bestimmen. Denn Schuldscheindarlehen sind keine Objektkredite. Sie unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Sicherheit somit wesentlich von den sog. Realkrediten wie z.B. den Hypothekendarlehen auf Wohngebäude. Bei letzteren kommt es weniger auf die Bonität des Schuldners an, als auf die Qualität und Beleihungsgrenze des beliehenen Objektes, das, wenn es stets an einen unbeschränkt grossen Kreis von Interessenten vermietet werden kann, aufgrund seiner regelmäßig fliessenden Erträge die Gewähr für die Bedienung der Zins- und Tilgungsverpflichtungen bietet.[1)]

Die Sicherheit der Schuldscheindarlehen dagegen wird vor allem durch die Bonität des Darlehensschuldners bestimmt. Sie ist somit je nachdem, ob es sich um öffentliche oder um private Schuldner handelt, verschieden zu beurteilen.

a) Schuldscheindarlehen an die Industrie

Schuldscheindarlehen an die Industrie weisen Laufzeiten bis zu fünfzehn Jahren auf. Die Darlehensnehmer verwenden sie deshalb i.d.R. zur Finanzierung ihrer langfristigen Investitionen.

1)Anderer Meinung: W. Mercker, "Vermögensverwaltung", in: HDV, Bd. II, Sp. 2207, der schreibt, dass langfristige Kredite an Industrie- und Versorgungsbetriebe "nicht weniger sicher als Hypotheken" sind.

"Das allgemeine Risiko von Investitionen besteht offensichtlich darin, dass statt des mit ihnen bezweckten Erfolgs ein mehr oder weniger grosser Mißerfolg eintritt...".[1]
Der Erfolg eines Betriebes wird vor allem durch seine Wirtschaftsgebarung und durch seine Marktposition bestimmt. "In der überwiegenden Mehrzahl der Fälle hängt das Schicksal eines Betriebes in ausschlaggebendem Maße von den Fähigkeiten seiner Leitung ab",[2] die während der gesamten Laufzeit des Schuldscheindarlehens über das nötige wirtschaftliche, technische und organisatorische Können verfügen muss. Da vor allem bei Einzelfirmen und Personengesellschaften "Todesfälle, Erbgang, Familienauseinandersetzungen, Ausscheiden eines Gesellschafters ... sich verhängnisvoll auf die weitere Betriebsentwicklung auswirken"[3] können, sind Schuldscheindarlehen an diese Gesellschaften im allgemeinen mit grösseren Risiken behaftet als an Kapitalgesellschaften gewährte Darlehen.[4]

Während die Wirtschaftsgebarung im Einflussbereich der Unternehmensleitung liegt, befindet sich der Markt zumeist weitgehend ausserhalb ihres Machtbereichs.[5] Dieser Tatsache kommt für die Erfolgslage einer Unternehmung entscheidendes Gewicht zu.

In der Verkehrswirtschaft entscheidet über den wirtschaftlichen Erfolg einer Investition letztlich der Markt. Ob die Investitionen erfolgreich sind, hängt somit von vielerlei Faktoren ab wie von den Bedarfsverhältnissen und -veränderungen, von den Konkurrenzverhältnissen, von dem Preisniveau in den einzelnen Absatzgebieten, von der allgemeinen Konjunkturlage etc.

---

1) S. Menrad, a.a.O., S.330.
2) Melterowicz/Jonas, a.a.O., S.15.
3) H.H. Jonas, a.a.O., S.295f.
4) Nach Reinboth,(a.a.O., S.114f.)bevorzugen deshalb "die Versicherungsgesellschaften bei der Gewährung von Schuldscheindarlehen ... tendenziell Kapitalgesellschaften".
5) Grossen Unternehmungen ist es allerdings möglich, durch geeignete Werbung die Verbrauchergewohnheiten und die Nachfrage nach ihren Produkten zum Vorteil der Unternehmung zu lenken. Sofern sie über eine marktbeherrschende Stellung verfügen bzw. ihrem Güterangebot eine relativ starre Nachfrage gegenüber steht, sind ihre Absatzrisiken gering zu veranschlagen. Vgl. S.Menrad, a.a.O., S.331.

Entsprechen die Erzeugnisse einer Unternehmung nicht mehr den Vorstellungen der Käufer oder kann sie einzelne ihrer Produkte nicht mehr zu kostendeckenden Preisen absetzen, so verschlechtert sich dadurch ihre Ertragslage oder sie gerät in die Verlustzone.[1)]

Da sich bei den Industrie-Darlehen der Darlehensgeber langfristig an eine Unternehmung bindet, ist weiter zu berücksichtigen, dass der Erfolg einer Investition desto unsicherer zu beurteilen ist, je weiter er in der Zukunft liegt. Die Erfolgslage einer Unternehmung kann deshalb oft nur für die nähere Zukunft einigermassen abgeschätzt werden. Daraus folgt aber, dass langfristige Investitionskredite prinzipiell als riskant betrachtet werden können, zumal "manche Einzelrisiken wie z.B. jenes, das sich aus den wirtschaftlichen Auswirkungen künftiger politischer Ereignisse ergibt, ... sich weder erfassen noch vermeiden"[2)] lassen. Der Darlehensgeber beteiligt sich mit derartigen Darlehen praktisch am Unternehmerwagnis, das im wesentlichen ein Anlagenwagnis ist.

Hieraus erklärt sich auch das Sicherungsbedürfnis der Darlehensgeber und des BAV für Industrie-Schuldscheindarlehen. Wir haben bereits dargetan, dass die Darlehensforderungen i.d.R. dinglich erststellig gesichert sein müssen und dass die Belastung 40 Prozent des Taxwertes der Grundstücke, Gebäude, Bestandteile und des Zubehörs nicht übersteigen darf.[3)]

Welcher Wert ist diesen Sicherheiten im Ernstfall beizumessen? Nach Jonas[4)] hängt der wirtschaftliche Wert einer Kreditsicherung "von drei Faktoren ab:

---

1) Hierbei ist zu beachten, dass die einzelnen Risiken, die den Investitionen einer Unternehmung anhaften, umso weniger ins Gewicht fallen, je weiter sie gestreut sind, "denn mit zunehmender Streuung wird es immer unwahrscheinlicher, dass alle Risiken zugleich eintreten oder dass sich die realisierten Risiken in existenzbedrohender Weise summieren". S. Menrad, a.a.O., S.332. Vgl. auch K. Oettle, Selbstfinanzierungsmöglichkeiten und Investitionsentscheidungen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 16. Jg. NF (1964), Heft 7/8, S. 351 ff.

2) S. Menrad, a.a.O., S.330.

3) Neben den Grundpfandrechten sind andere Sicherheiten wie Bürgschaften, Verpfändung lombardfähiger Wertpapiere etc. relativ selten, so dass sie im Rahmen dieser Arbeit nicht behandelt werden sollen.

4) H. Jonas, a.a.O., S.149.

- der rechtlichen Ausgestaltung des dinglichen Sicherungsgeschäfts und seiner prompten Einhaltung durch den Kunden; das setzt eine laufende Kontrolle des dinglichen Rechtsgeschäfts voraus;
-dem wirtschaftlichen Wert des Sicherungsgutes in dem Falle, in dem der Gläubiger auf dieses zu seiner Befriedigung zurückgreifen muss; dieser Wert ist oft zweifelhaft;
- der Möglichkeit an dieses Gut heranzukommen, und der Schnelligkeit, mit der das der Fall ist, d.h. der Möglichkeit, den schuldrechtlichen Anspruch gegen die Unternehmung schnell durchzusetzen. Hierbei ist nicht nur mit dem Widerstand der Unternehmung, sondern häufig auch mit dem Widerstand der anderen Gläubiger derselben zu rechnen".

Während die rechtliche Ausgestaltung des dinglichen Sicherungsgeschäfts wohl kaum besondere Probleme stellt, zumal "Belastungen von industriellem Grundbesitz zur Sicherstellung von Industriekrediten ... von der Aufsichtsbehörde jeweils im Einzelfall geprüft"[1] werden und sie Verträge, die rechtlich nicht einwandfrei sind, nicht genehmigen wird, ist die laufende Kontrolle des dinglichen Rechtsgeschäfts zumindest bei Einzeldarlehen mit einem Verwaltungsaufwand verbunden, der z.B. bei einer Anlage in Konsortialdarlehen oder in Industrie-Obligationen entfällt, da hier dem Treuhänder die laufende Kontrolle obliegt.

Die Möglichkeit, im Risikofall an das Sicherungsgut herankommen und den schuldrechtlichen Anspruch gegen den Darlehensschuldner schnell durchsetzen zu können, hängt letztlich von den vertraglichen Regelungen ab. Die Darlehensverträge enthalten eine Reihe von sog. ausserordentlichen Kündigungsgründen, die dem Gläubiger das Recht geben, notfalls von seiner Vertragsverpflichtung, der Belassung des Darlehens, freizuwerden.

So kann die Darlehensgeberin "die Darlehensforderung zur sofortigen Rückzahlung nebst Zinsen und etwaigen Kosten kündigen, wenn

a) die Darlehensnehmerin mit der Zahlung fälliger Zins- oder Tilgungsbeiträge länger als einen Monat im Rückstand ist,
b) die Darlehensnehmerin ihre sonstigen Verpflichtungen oder Auflagen aus dem Darlehensvertrag nicht innerhalb zwei Wo-

1) E. Fritz, a.a.O., S.32.

chen nach schriftlicher Mahnung erfüllt,
c) die Darlehensnehmerin die Zahlungen einstellt oder ein allgemeines Stillhalteabkommen vereinbart oder Vertragshilfe in Anspruch nimmt,
d) das Konkurs- oder Vergleichsverfahren zur Abwendung des Konkurses über das Vermögen der Darlehensnehmerin eröffnet wird oder die Darlehensnehmerin die Eröffnung dieses Verfahrens beantragt oder einen aussergerichtlichen Vergleich anbietet,
e) Zwangsvollstreckungsmassnahmen in wesentliche Teile des Vermögens der Darlehensnehmerin erfolgen,
f) ein erheblicher Teil des Betriebes der Darlehensnehmerin veräussert wird oder, abgesehen vom Falle höherer Gewalt einschliesslich eines Streiks, länger als 6 Monate stilliegt, oder
g) die Darlehensnehmerin aufgelöst wird oder fusioniert, es sei denn, dass die Fusion innerhalb des eigenen Konzerns erfolgt, oder
h) Bestandteile, Zubehör, Mietzinsen oder Pachtzinsen über den Rahmen einer ordnungsgemässen Wirtschaft hinaus der Grundschuldhaftung entzogen werden."1)

Von den ausserordentlichen Kündigungsrechten vermag der Darlehensgeber somit nur bei Vorliegen bestimmter, vertraglich fixierter Voraussetzungen Gebrauch zu machen, und zwar allgemein bei Maßnahmen oder Unterlassungen des Schuldners, die den Bestand der Schuldscheinforderung gefährden können. Diese a.o. Kündigungsgründe weisen jedoch den wesentlichen Nachteil auf, dass der Gläubiger, wenn sich die wirtschaftliche Lage des Schuldners verschlechtert hat, eventuell sein Engagement nicht mehr rechtzeitig lösen kann. Er vermag von ihnen vielmehr oft erst dann Gebrauch zu machen, wenn der Risikofall bereits eingetreten ist. Damit riskiert er, dass er die dann zu ergreifenden Maßnahmen zur Sicherung seiner Darlehensforderung nicht mehr rechtzeitig treffen kann.

Für den Gläubiger besser geeignet wären ordentliche Kündigungsrechte, die dem Darlehensgeber erlaubten, schon beim blossen Verdacht einer eventuellen Gefährdung die Darlehensforderung kündigen zu können. Solche Kündigungsrechte sind bei Schuldscheindarlehen aber wohl deshalb nicht üblich, weil die Darlehensschuldner ein zu grosses Abzugsrisiko liefen. Denn praktisch würden solche materiell und formell langfristigen Darlehen sobald die Kündigungssperrfrist abgelaufen wäre, zu formell und materiell kurzfristigen Darlehen. Der Schuldner müsste

1) M. Frank, a.a.O., S. 227.

bei einer Verschlechterung seiner wirtschaftlichen Lage befürchten, dass das Darlehen gerade dann gekündigt würde, wenn er dringend auf die Darlehensmittel angewiesen wäre.

Was die Möglichkeit anbelangt, den schuldrechtlichen Anspruch gegen die Unternehmung schnell durchsetzen zu können, so sehen die Vertragsbestimmungen vor, dass z.B. die Grundschuld notfalls den sofortigen Zugriff auf die verpfändeten Gegenstände ermöglichen, also sofort vollstreckbar sein muss. Während dies bei Einzeldarlehen grundsätzlich prompt möglich ist, können sich -wie noch zu zeigen sein wird- bei Konsortialdarlehen, bei denen in der Regel eine Treuhandschaft über die Grundschulden besteht, jedoch Schwierigkeiten oder zumindest zeitliche Verzögerungen ergeben, die möglicherweise eine Bonitätsminderung bedeuten können.

Wovon hängt nun der wirtschaftliche Wert des Sicherungsgutes im Risikofall ab?
Zwar ermöglicht die Grundschuld dem Gläubiger, sich bei Konkurs des Schuldners aus den verpfändeten Werten bevorrechtigt zu befriedigen. Ob er jedoch Verluste völlig vermeiden kann, hängt einmal ab vom Wert der verpfändeten Objekte im Zeitpunkt der Liquidation und zum andern von der Höhe der Beleihungsgrenze der verpfändeten Objekte.

Der wirtschaftliche Wert eines Sicherungsgutes richtet sich allgemein nach seiner Benutzbarkeit und Verwertbarkeit. Ein Objekt ist als Sicherungsgut desto geeigneter, je weniger sein Marktpreis schwankt. Sein Wert differiert deshalb je nach der Art des belasteten Objektes.

Als relativ sicher sind Grundpfandrechte auf Wohngrundstücke anzusehen. Da für Wohngrundstücke i.d.R. ein breiter Markt besteht und aus ihnen regelmässige Erträge fliessen, lassen sie sich meistens schnell und zu annehmbaren Preisen veräussern. Ihre Liquidierung dürfte, wenn ihre Beleihungsgrenze vorsichtig ermittelt worden ist, in normalen Zeiten die Darlehensgläubiger vor Verlusten bewahren. Es ist jedoch auch beim Verkauf von Wohngrundstücken grundsätzlich mit Verlustgefahren zu rechnen.[1] Ähnliches gilt auch für Geschäftsgebäude.

1) z.B. bei einer länger andauernder Rezession, die sinkende Baupreise zur Folge hat, so dass u.U. der Neubau eines Hauses billiger kommt als der Kauf eines bereits bestehenden.

Auch für sie besteht, wenn sie verkehrsgünstig liegen, i.d.R. eine rege Nachfrage. Da sie vielfältig verwendbar sind und oft durch geringe bauliche Veränderungen dem Bedarf angepasst werden können, sind sie als Sicherungsobjekte geeignet.

Bei industriellen Unternehmen ist jedoch der Anteil der Geschäfts- und Wohngebäude an den gesamten bebauten Grundstücken zumeist gering. Der Hauptanteil entfällt auf mit Fabrikgebäuden bebaute Grundstücke.[1] Hinzu kommt, dass die Grundstücke mit Wohngebäuden oft zugunsten der betriebseigenen Sozialeinrichtungen (Pensionskassen), bei denen sich die Unternehmen langfristig verschulden, belastet werden, so dass für aussenstehende Gläubiger nur noch Fabrikgrundstücke und -anlagen als Sicherungsobjekte übrig bleiben.

Sie sind jedoch grundsätzlich schwer veräusserlich und deshalb als Sicherheiten schlecht geeignet. Hierauf weist Rittershausen hin: "Der Wert eines Industrieunternehmens ist in gar keiner Weise durch die Sicherheit und den Umfang der vorhandenen Grundstücke... usw. bedingt. Vielmehr sind auch qualitativ beste und moderne Anlagen im Falle der Unrentabilität etwa der Erzbasis oder des Produktionsverfahrens oder im Falle der Ablehnung des Produkts durch den Markt ... wertlos".[2] Diese These ergebe sich aus der Lehre der Bewertung des Unternehmens als Ganzes. Grundschulden seien nur dann erstklassige Sicherungsmittel, wenn die beliehenen Objekte austauschbare und massenhaft nachgefragte Leistungen vollbrächten, was bei dem Absatz industrieller Produktionsanlagen nie absolut gegeben sei. Industrielle Grundpfandrechte seien daher keine echten Sicherungen.[3]

Deshalb durfte auch die vom BAV vorgeschriebene Beleihungsgrenze, die beim ordentlichen Genehmigungsverfahren 40 Prozent des "Beleihungswertes der belasteten Grundstücke, Gebäude, Bestandteile und des Zubehörs"[4] beträgt, nicht immer einen hinreichenden Schutz vor Kapitalverlusten bieten.

1) Vgl.z.B. die Bilanz der BASF zum 31.12.1966, wo die Grundstücke mit Wohn- und Geschäftsgebäuden mit 27,6 Mio DM und die mit Fabrikgebäuden bebauten Grundstücke mit 663 Mio DM zu Buche stehen.

2) H.Rittershausen, Ind.Fin., a.a.O., S.209.

3) Hierauf weisen auch Kalveram Günther hin: "Den höchsten Grad der Sicherheit ... bieten nicht reale Pfänder, sondern eine starke, nachhaltige, von wirtschaftlichen Schwankungen weitgehend unabhängige Ertragskraft der kreditnehmenden Unternehmung", a.a.O., S.142.

Da die Sicherheit der Industrie-Darlehen also wesentlich von der wirtschaftlichen Lage des Darlehensnehmers abhängt, sich die Kreditwürdigkeit heute als sicher angesehener Unternehmen aber sehr wohl während der Darlehenslaufzeit verschlechtern kann, bedürfen derartige Darlehen nicht nur bei der Vergabe, sondern auch während der gesamten Laufzeit einer ständigen Überwachung.

Die Entscheidung über die Darlehensvergabe ist vor allem bei Direktdarlehen sehr sorgfältig zu treffen, da -anders als bei der Emission von Wertpapieren oder bei der Gewährung indirekter Schuldscheindarlehen- hier alle Zwischeninstanzen, wie z.B. die sachverständigen Banken, fehlen, die im Hinblick auf ihren Emissionskredit darauf achten, dass die von ihnen vermittelten oder abgetretenen Darlehen wenigstens im Zeitpunkt der Vermittlung oder Plazierung von einwandfreier Qualität sind.

Ob auch die Finanzmakler hinsichtlich der künftigen finanziellen Möglichkeiten der Unternehmen, der Bonität der Inhaber und der voraussichtlichen Marktentwicklung in der Lage sind, in jedem Einzelfall die gleiche Kreditwürdigkeitsprüfung anzustellen, wie sie von den Banken bei der Investitionsfinanzierung durchgeführt wird, muss -schon wegen der fehlenden "inside information"- bezweifelt werden.

Die Vergabe und Überwachung von Industriedarlehen erfordert erfahrene Fachkräfte, über die zumeist nur die grösseren Versicherungsgesellschaften verfügen dürften. Dem Einwand, dass die Versicherungen die Qualität eines Schuldners nicht mit gleicher Sachkunde wie ein Bankenkonsortium beurteilen könne,[1] hält Müller entgegen:" Die Mehrzahl der grösseren Schuldscheindarlehen wird heute von Kreditinstituten in gleicher Weise vermittelt wie die Emission von Obligationenanleihen. In denjenigen Fällen, in denen dies nicht geschieht, wird regelmäßig eine Mehrzahl von Gesellschaften angesprochen, die bei der gemeinsamen Prüfung eine ausreichende Gewähr der Sicherheit für eine richtige Beurteilung bieten".[2]

1) So mahnte z.B. die Deutsche Bundesbank (Geschäftsbericht für das Jahr 1955, S. 27), dass "die starke unmittelbare Betätigung gewisser Kapitalsammelstellen in Zweigen des Kreditgeschäfts ... ihnen zumindest teilweise wesensfremd" sei.
2) G. Müller, Die Anlagepolitik der Lebensversicherung im Konjunkturwandel, in: Versicherungswirtschaft, 18.Jg.(1963) Nr.11, S.399.

Selbst wenn dies immer zutreffen sollte, gilt es doch nur für Konsortialdarlehen, nicht aber für Einzeldarlehen. Kleineren Versicherungsgesellschaften bleibt somit- wenn sie von vornherein die Verluste aus ihrer Darlehensgewährung gering halten wollen- nur die Beteiligung an Konsortialdarlehen erstklassiger industrieller Grossunternehmen oder an Schuldscheindarlehen, bei denen sich Kreditinstitute haftungsmässig beteiligen. Zwar schreibt Fritz:"Den immer wieder auftretenden Wünschen, die Versicherungsunternehmen sollten ihre Vermögensanlagen nicht in eigener Regie, sondern über Kreditinstitute tätigen, da sie mit der eigenen Kreditgewährung bankähnliche Geschäfte betreiben, muss entgegengetreten werden. Dadurch würden die Erträge aus den Vermögensanlagen zum Nachteil der Versicherungsnehmer wesentlich gemindert...".[1] Er beachtet dabei jedoch nicht, dass u.U. eine "eigene Kreditgewährung", wenn sie nicht mit der nötigen Sorgfalt und Sachkenntnis erfolgt, zu so hohen Verlusten führen kann, dass per Saldo der Ertrag aus den Vermögensanlagen geringer sein kann, als er sonst, bei Einschaltung der Kreditinstitute, gewesen wäre. Primäre Aufgabe der Versicherungsgesellschaften ist es, Versicherungsschutz zu gewähren. Deshalb hat der Grundsatz der Rentabilität hinter den der Sicherheit zu treten.

Um eine laufende Kontrolle durch die Gläubiger zu ermöglichen und sie in die Lage zu setzen, sich aus eigenem Urteil ein Bild über die Entwicklung des schuldnerischen Unternehmens zu machen,[2] sind die Darlehensnehmer vertraglich verpflichtet, ihren Gläubigern jährlich über den Geschäftsverlauf und den Stand des Unternehmens zu berichten und sämtliche Ereignisse unverzüglich anzuzeigen, die wesentliche Rückwirkungen auf das Vertragsverhältnis haben.[3] Eine jährlich erfolgende Berichtspflicht genügt unseres Erachtens jedoch nicht den Anforderungen, die an eine laufende Kontrolle und Überwachung industrieller Darlehen zu stellen sind.

Die Möglichkeiten der Versicherungsunternehmen, das Geschäftsgebaren zu kontrollieren und die wirtschaftliche Lage und Ent-

1) E. Fritz, a.a.O., S.18.
2) Bargen/Waeger, a.a.O., S. 10.
3) F.W. Christians, a.a.O., S.289.

wicklung des Schuldners richtig zu beurteilen, sind vergleichsweise gering, da sie -anders als z.B. die Hausbanken der Darlehensschuldner- über keinerlei "inside information" verfügen. Die Hausbanken können, da gewöhnlich ein Großteil der geschäftlichen Tätigkeit ihrer Kreditnehmer über ihre Konten abgewikkelt wird, sich laufend über die Entwicklung der Ertragslage ihrer Kunden orientieren. Es ist ihnen somit, wenn sich die Lage des Darlehensschuldners verschlechtern sollte, eher möglich, ihr Kreditengagement rechtzeitig abzubauen oder zusätzliche Sicherheiten zu fordern. Dagegen sind die Versicherungsunternehmen grösstenteils auf das Verhalten der sonstigen, über bessere Informationen verfügenden Gläubiger angewiesen, die sich eventuell rechtzeitig zu Lasten der Versicherungsunternehmen zurückziehen können.[1] Auch aus diesem Grunde ist die Einschaltung von Kreditinstituten und ihre Beteiligung am Kreditrisiko der direkten Schuldscheindarlehensgewährung vorzuziehen.

Vergleicht man die Sicherheit der Industrie-Darlehen mit der der Industrieobligationen, so ergibt sich folgendes:
Handelt es sich bei den Darlehensschuldnern um emissionsfähige Unternehmen, so bestehen in der Sicherheit der beiden Anlageformen keine wesentlichen Unterschiede.[2] Beide bedürfen, um als Deckungsstockanlage zugelassen zu werden, der Genehmigung des BAV, das die gleich strengen Anforderungen an die Bonität der Darlehensnehmer und an die von ihnen zu bietenden Sicherheiten stellt.
Zwar dürfen Industrieobligationen nach § 795 und 808a BGB nur mit staatlicher Genehmigung in der Verkehr gebracht werden.[3]

---

1) Vgl. auch H. Jonas, a.a.O., S.135f.
2) Auf die unterschiedlichen Kurs- und Liquiditätsrisiken wird weiter unten noch eingegangen.
3)"Die Genehmigung nach § 795 BGB dient der Gewährleistung der Verkehrssicherheit auf dem Kapitalmarkt sowie dem Schutze der Währung.... Die Vorschrift gibt daneben aber auch die Möglichkeit zu vorbeugenden Maßnahmen für den Fall, dass die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes bedroht wird.Danach könnten nicht nur schwindelhafte Emissionen verhindert, sondern es kann auch anderen Umständen entgegengewirkt werden, die etwa, wie unangemessene Bedingungen ...,die Befriedigung des Kreditbedürfnisses anderer Stellen unmöglich machen würden".BT-Drucksache 272 v. 19.2.1954, S. 4. Das BWM beschränkte sich bei seiner bisherigen Genehmigungspraxis ausschliesslich auf die qualitative Überprüfung der Bonität des Emittenten. Vgl. K. Schrempf, Rentenmarktpolitik der leichten Hand, in:Der langfristige Kredit, 13.Jg.(1962), S.55.

Für die Erteilung dieser Genehmigung ist der Bundesminister für Wirtschaft zuständig im Einvernehmen mit der obersten Behörde des Landes, in dessen Gebiet der Aussteller seinen Wohnsitz oder seine gewerbliche Niederlassung hat.[1)]
Da die Anforderungen des BWM an die Bonität der Emittenten weniger streng sind als die des BAV, kann aus dieser zusätzlichen Prüfung keine erhöhte Sicherheit der Industrieobligationen abgeleitet werden.

Als Vorteile des Schuldscheindarlehens gegenüber der Industrieobligation hebt Rittershausen hervor, "dass der Schuldscheingläubiger einen tieferen Einblick in die finanzielle Situation des Schuldners als der Obligationär hat, dass er ferner vor Abschluss Einfluss auf die Auswahl der Sicherheiten und Festlegung der Konditionen besitzt".[2)] Da es sich bei Schuldscheindarlehen nicht um ein anonymes, abstraktes Rechtsverhältnis, sondern um eine Individualforderung handle, werde der Schuldner einer Industrieobligation Bedenken haben, einem Einzelinhaber eventuell erforderlich werdende zusätzliche Auskünfte zu erteilen. Diese Bedenken bestünden nicht gegenüber dem einzelnen Darlehensgeber.[3)]

Diese Vorzüge des Schuldscheindarlehens für den Darlehensgeber sind jedoch nicht bei allen Schuldscheindarlehen in gleicher Weise gegeben. Es hängt vielmehr von der jeweiligen Marktposition und Verhandlungsmacht der Darlehensgläubiger ab, ob sie ihre Ansprüche durchsetzen können. Nach Frank[4)] dürften diese Vorzüge vor allem "bei Einzeldarlehen und bei kleineren Konsortialdarlehen an mittlere, nicht emissionsfähige Unternehmen zutreffen". Bei ihnen sei die Einholung zusätzlicher Auskünfte und eine gewisse Einflussnahme bei der Festlegung der Konditionen und der Auswahl der Sicherheiten, indem etwa die besten Pfandobjekte für die zu bestellenden Sicherheiten ausgesucht werden, durchaus möglich. "Eine grössere Sicherheit der Industrie-Schuldscheindarlehen im Vergleich zu den Industrieobligationen könnte man daraus jedoch nur ableiten, wenn man unter-

1)Gem. § 3 des Gesetzes über die staatliche Genehmigung der Ausgabe von Inhaber- und Orderschuldverschreibungen, BGBl.I, S.147.
2)H. Rittershausen, Methoden, a.a.O., S. 119.
3)H. Rittershausen, Ind.Fin..., a.a.O., S.251.
4)M. Frank, a.a.O., S.163.

stellen würde, dass das Konsortium der Emissionsbanken die Bonität des Emittenten weniger gut beurteilen kann oder im Interesse des Emissionsgeschäfts grössere Risiken in Kauf nimmt".[1)]

Diese Unterstellung trifft u.E. jedoch nicht zu. Die Emissionsbanken übernehmen grundsätzlich nur Emissionen einwandfreier Schuldner. Einmal, weil sie im eigenen Interesse die Risiken des Emissionsgeschäfts (Kursrisiko, Liquiditätsrisiko) möglichst gering halten wollen, zum andern, weil sie ihren Emissionskredit nicht aufs Spiel setzen wollen. Aus diesen Gründen unterziehen sie den Anleiheschuldner einer eingehenden Kreditwürdigkeitsprüfung. Sie wird dadurch erleichtert, dass sie mit ihm zumeist bereits in Geschäftsverbindung stehen, sie also über seine wirtschaftliche Lage gut informiert sind.

Da bei Konsortialdarlehen an erstklassige Schuldner die Kreditwürdigkeitsprüfung und die Vereinbarung der Vertragsbestimmungen vorwiegend von den vermittelnden oder als primäre Darlehensgeber fungierenden Banken vorgenommen werden, das Verkaufsangebot an die Versicherungsunternehmen im allgemeinen also nur ähnliche Daten enthält wie sie beim sog. Börsenprospekt üblich sind, haben die Darlehenserwerber kaum bessere Prüfungs- und Informationsmöglichkeiten als bei Industrieobligationen. Die von Rittershausen genannten Vorteile dürften deshalb nur bei Darlehen an kleinere und mittlere Industrieunternehmen zutreffen und bei Einzeldarlehen an emissionsfähige Industrieunternehmen.

Rittershausen führt als weiteren Vorteil des Schuldscheindarlehens gegenüber der Industrieobligation an "die leichtere und schnellere Durchsetzung von Massnahmen zur Sicherung, gegebenenfalls zur Vollstreckung bei Forderungen aus Schuldscheinabtretungen, verglichen mit der Situation des Treuhänders von Industrieobligationen". Ein solcher Treuhänder dürfe besonders wichtige Aktionen erst unternehmen, wenn die Mehrheit der Obligationäre zugestimmt habe.[2)] Bei grösseren Konsortialdarlehen ist zwar auch die Einschaltung eines Treuhänders üblich. Jedoch sind die Darlehensgeber berechtigt, notfalls auch unab-

1) M. Frank, a.a.O., S.163.
2) H. Rittershausen, Ind.Fin...., a.a.O., S.252.

hängig vom Willen des Treuhänders für ihre Forderung die Zwangsvollstreckung betreiben zu können. Da man dem einzelnen Darlehensgläubiger nicht das Recht geben kann, alle übrigen Darlehensgeber zu Zwangsvollstreckungsmassnahmen zu zwingen, die sie selbst nicht für erforderlich halten, wird der Treuhänder im allgemeinen verpflichtet, auf Verlangen eines einzelnen Treugebers die Zwangsvollstreckung zu betreiben, sofern die Mehrheit der Treugeber zustimmt. Es ist somit auch hier die Zustimmung der Mehrheit der Treugeber erforderlich. Sie ist allerdings rascher zu erlangen, da es sich jeweils nur um eine beschränkte Zahl von Darlehensgebern handelt. "Findet sich keine Mehrheit, so kann derjenige, der die Vollstreckung verlangt hat, aus dem Treuhandverhältnis ausscheiden. Er erhält dann eine Teilgrundschuld, aus der er unabhängig von den übrigen Darlehensgebern vorgehen kann".[1)]

Für die grössere Sicherheit der Industrieobligationen wird auch ins Feld geführt, dass sie wegen ihrer hohen Liquidität leichter zu veräussern seien als Schuldscheindarlehen, so dass der Obligationär sie schon bei den ersten Anzeichen einer Bonitätsverschlechterung des Emittenten verkaufen könne.[2)]
Dem hält die Versicherungswirtschaft entgegen, es sei illusorisch, anzunehmen, "dass man grössere Posten einer Obligation ohne erhebliche Verluste abstossen könne, wenn die Sicherheit des Schuldners gefährdet erscheint". Diese Gefährdung dürfte ja auch den anderen Obligationären bekannt sein oder sehr schnell bekannt werden.[3)]
Wir kommen somit zu dem Ergebnis, dass die Sicherheit der Schuldscheindarlehen -soweit es sich bei den Darlehensschuldnern um emissionsfähige Unternehmen handelt- der der Industrieobligationen weitgehend entspricht und dass lediglich bei eventuellen Bonitätsverschlechterungen der Darlehens- oder Anleiheschuldner die Darlehensgläubiger insoweit im Vorteil sind, als sie Massnahmen zur Sicherung ihrer Forderungen schneller durchsetzen können.

1) Bargen/Waeger, Vertragsgestaltung..., a.a.O., S.13.
2) Vgl. M. Frank, a.a.O., S. 164.
3) G. Müller, Die Anlagepolitik der Lebensversicherungen im Konjunkturwandel, in: Versicherungswirtschaft, 18.Jg.(1963), S. 399.

Werden Schuldscheindarlehen jedoch von kleineren, nicht emissionsfähigen Industrie-Unternehmen wie z.B. Mittelstandsbetrieben aufgenommen, so sind solche Darlehen mit höheren Risiken als Industrieobligationen behaftet, da bei mittelständischen Unternehmen "Investitionsplanungen und Investitionsentscheidungen bei vergleichsweise niedrigem Informationsstand und geringer Prognosegewissheit erfolgen, ... die Einzelrisiken der Zahl und dem jeweiligen Umfang nach relativ gross sind, ... die Risikostreuung verhältnismässig schwach ist und ... die Existenz des Unternehmens durch den Fehlschlag einzelner Investitionen relativ stark gefährdet wird".[1)]
Dies ist wohl der wesentliche Grund dafür, dass Schuldscheindarlehen an solche Unternehmen neuerdings weniger häufig sind,[2)] zumal die Gläubiger zu beachten haben, dass diese Darlehen wegen ihrer vergleichsweise geringen Sicherheit bei eventuellen Liquiditätsschwierigkeiten der Gläubiger nur schwer verkäuflich sein können.

Der Hinweis auf die grösseren Risiken der kleinen und mittleren Unternehmen darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch die Sicherheit der an grosse Unternehmen gegebenen Schuldscheindarlehen wie z.B. Aktiengesellschaften, trügerisch sein kann. Die Aktiengesellschaften unterliegen zwar strengen Publizitätsvorschriften, und bei ihnen entscheidet nicht ein Einzelner über das Schicksal des Unternehmens. Auch mögen -wenn nicht gerade Hochkonjunktur herrscht- politische, insbesondere sozialpolitische Erwägungen den Staat unter Umständen veranlassen, bedrohte Unternehmen im Interesse der Erhaltung der Arbeitsplätze zu stützen.[3)] Damit kann jedoch nicht immer gerechnet werden.[4)]

Als Ergebnis unserer skizzenhaften Untersuchung können wir festhalten: Schuldscheindarlehen an die Industrie sind grundsätzlich mit erheblichen Verlustgefahren behaftet, die je nach dem, ob es sich bei den Darlehensschuldnern um Grossbetriebe mit weit gestreutem Produktionsprogramm oder um Klein- oder

---

1)S. Menrad, a.a.O., S.334.
2)Eine früher vorgenommene private Umfrage bei sieben bedeutenden Lebensversicherungsgesellschaften, die zusammen etwa ein Drittel des Vermögens aller deutschen Lebensversicherungsgesellschaften besitzen, hat ergeben, "dass mehr als die Hälfte der Industriekredite (ein Drittel des Kapitals) nicht emissionsfähigen Unternehmen gewährt wurde". M.v.Bargen, a.a.O., S. 171.
3)wie es z.B. bei den Firmen Henschel, BMW und Krupp der Fall war.
4)Vgl. das Schicksal der Firmen Borgward und Schlieker.

Mittelbetriebe handelt, verschieden gross sein können. Die grundpfandrechtlichen Sicherheiten garantieren nicht in jedem Fall einen hinreichenden Schutz vor Verlusten. Industrie-Schuldscheindarlehen bedürfen einer laufenden Kontrolle und Überwachung, um rechtzeitig die entsprechenden Maßnahmen zum Schutze der investierten Mittel treffen zu können. Diese Tätigkeit setzt erfahrene Fachkräfte voraus, die u.E. nur bei grösseren Versicherungsunternehmen vorhanden sein dürften. Da auch die Informationsmöglichkeiten der Versicherungsunternehmen in der Regel geringer als die der Kreditinstitute sind, sollten sich zumindest die kleineren Versicherungsgesellschaften nicht direkt, sondern nur unter haftungsmässiger Einschaltung von Kreditinstituten an der Gewährung von Industrie-Schuldscheindarlehen beteiligen, da sie sonst ihre eigentliche Aufgabe, Versicherungsschutz zu gewähren, u.U. nicht mehr erfüllen können. Sie haben daneben die Möglichkeit, Schuldscheindarlehen nur an öffentliche Kreditnehmer zu geben.

b) Schuldscheindarlehen an die öffentliche Hand

Bei Schuldscheindarlehen an die öffentliche Hand laufen die Darlehensgeber kein Verlustrisiko, da sie mit ihrem Vermögen[1] und ihrer Steuerkraft die Sicherheit der Schuldscheindarlehen garantiert. Deshalb werden diese Darlehen auch ohne die Bestellung besonderer Sicherheiten gewährt.

Wenn Rittershausen aufgrund der Erfahrungen, die die Inhaber von Forderungen gegen das Reich nach dem zweiten Weltkrieg gemacht haben, dennoch bezweifelt, "ob Zahlungseinstellungen erster Industriefirmen prozentual häufiger gewesen sind als die von Staat und Städten, und ob Forderungen gegen Wirtschaftsunternehmen noch als weniger sicher gelten müssen"[2], so lässt er dabei ausser acht, dass die von ihm genannten Zahlungseinstellungen die Folge eines verlorenen Krieges gewesen sind. Bei normalen wirtschaftlichen und politischen Verhältnissen – und nur diese können vernünftigen wirtschaftlichen Überlegungen zugrunde gelegt werden– ist die Bonität öffentlicher

---

1) Sofern es sich hierbei um Sachvermögen handelt, darf dieses allerdings nicht liquidiert werden, da es grösstenteils öffentlichen Aufgaben dient.

2) H. Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S.117f.

Schuldner über jeden Zweifel erhaben.

Zwar ist die Zahlungseinstellung von Kommunen zumindest denkbar. "Die Gemeinden verfügen über ein wesentlich kleineres Bündel tragfähiger Steuern als der Staat, ihr erhebungspolitischer Spielraum ist weitaus beengter als der des Staates, und sie sind zu einem mehr oder weniger grossen Teil auf Finanzzuweisungen angewiesen, die schematisch verteilt werden".[1] Für den Fall der Zahlungsunfähigkeit ist jedoch sicher mit staatlicher Hilfe zu rechnen. Einmal, weil der Staat schon um seines eigenen Kredites willen intervenieren muss und zum andern deshalb, weil er gegenüber seinen Unterverbänden eine Fürsorgepflicht hat.[2] Der Staat ist hierzu imstande, weil seine Steuerkraft "trotz ihrer Schwankungsmöglichkeiten viel weniger labil ist" als die der Kommunen, "weil sie die Vorzüge des räumlichen Ausgleichs und der grösseren Branchenstreuung besitzt" und schliesslich, weil der Staat auch die Möglichkeit einer "Zwangskreditaufnahme" hat.[3]

2. Das Kursrisiko

Als Kursrisiko bezeichnet man im allgemeinen die Gefahr, dass an der Börse notierte Wertpapiere nur zu einem unterhalb ihres Erwerbspreises liegendem Verkaufspreis veräussert werden können.

Diese Gefahr besteht auch bei nicht notierten Forderungen wie Schuldscheindarlehen. Obwohl für sie kein Kurs festgestellt wird, können sie u.U. ebenfalls nur zu einem unter ihren Anschaffungskosten liegenden Preis verkauft werden, so dass dabei Verluste realisiert werden müssen.

So betrachtet, wird die Bedeutung des Kursproblems lediglich im Zusammenhang mit einer notwendigen Verflüssigung von Schuldscheindarlehen und Wertpapieren gesehen. Das Kursproblem erhält daneben seine besondere Bedeutung als Frage der Bewertung von Schuldscheindarlehen und Wertpapieren und des Ein-

1) K. Oettle, Finanzreform und kommunale Schuldenwirtschaft, in: Die Finanzreform und die Gemeinden, Bd. 14 der Schriftenreihe des Vereins für Kommunalwissenschaften e.V., Berlin, Stuttgart, Berlin, Köln, Mainz 1966, S. 125.
2) K. Oettle, ebenda.
3) K. Oettle, ebenda.

flusses dieses Vorgangs auf die Ertragslage der Versicherungsgesellschaften, ohne dass ein Verkauf der Wertpapiere oder Schuldscheindarlehen stattzufinden braucht.

Deshalb ist es zweckmässig, Kursproblem und Liquiditätsproblem zunächst scharf voneinander zu trennen.
Beim Liquiditätsproblem steht die Frage der Liquidierung der Forderungstitel im Vordergrund, wobei der zu erzielende Verkaufserlös sich als ein massgebender Faktor der Liquidität auswirkt. Dieses Problem soll im Rahmen der Liquiditätsfrage erörtert werden. In diesem Abschnitt wollen wir untersuchen, wie sich eventuelle Kursveränderungen aufgrund der Bewertungsvorschriften auf die Ertragslage der Versicherungsgesellschaften auswirken können.

Das Kursrisiko bei festverzinslichen Forderungsrechten kann im wesentlichen einmal dadurch verursacht werden, dass der Kapitalmarktzins den Zinssatz der Forderung übersteigt und deshalb sich die Forderung nicht mehr marktgerecht verzinst. Seine Ursache kann daneben auch in der verschlechterten Bonität des Schuldners liegen.
Dem Kursrisiko steht auf der anderen Seite eine Kurschance gegenüber. Sie ist jedoch nicht gleich gross. Sinkt der Kapitalmarktzins unter den Zinssatz der Forderung, so werden die Schuldner versuchen, ihre Anleihen oder Forderungen auf das ermässigte Zinsniveau herunterzukonvertieren, während sie bei einem gestiegenen Zinsniveau eine Heraufkonvertierung nur ungern vornehmen werden, da dadurch ja ihre Zinsverpflichtungen zunehmen.

Auch bei einer Veränderung der Bonität des Schuldners sind die Chancen ungleich verteilt:" Hinsichtlich der Bonität des Schuldners kann eine gute Obligation nicht besser werden als sie ist.... Davon, dass ein Schuldner übergesund ist, hat der Darlehensgläubiger nichts. Nach unten aber kann die Bonität des Schuldners bis auf den Nullpunkt sinken. Das sind keine gleichen Wahrscheinlichkeiten".[1)]

---

1) E. Schmalenbach, Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung, 4., verb.u.erw. Aufl.,bearb.v.R.Bauer Köln und Opladen 1961, S.113.

Die Versicherungswirtschaft betont nun als wesentlichen Vorteil des Schuldscheindarlehens gegenüber der Industrieobligation, dass Schuldscheindarlehen, weil sie nicht an der Börse gehandelt werden, für sie also kein offizieller Markt- oder Börsenpreis notiert werde, auch keinen Kursschwankungen unterworfen wären. Die Versicherungsgesellschaften seien deshalb auch nicht zu Abschreibungen gezwungen, wie dies u.U. bei den festverzinslichen Wertpapieren notwendig sei.[1)]

Diese Ansicht darf nun nicht so verstanden werden, als ob bei einem Verkauf von Schuldscheindarlehen keine Verluste entstehen könnten. Dies träfe nur zu, wenn der Zinssatz des Darlehens -bei gegebener einwandfreier Bonität des Darlehensnehmers und bei günstigen Kapitalmarktverhältnissen- mindestens dem am Kapitalmarkt geltenden Zins entspräche. Liegt jedoch der Darlehenszinssatz unter dem Kapitalmarktzins, so wird das Darlehen nur mit Verlust zu verkaufen sein. Insoweit bestehen also zwischen Schuldscheindarlehen und festverzinslichen Wertpapieren keine Unterschiede.

Wenn als wesentlicher Vorteil des Schuldscheindarlehens das fehlende Kursrisiko hervorgehoben wird, so ist damit gemeint, dass Schuldscheindarlehen immer zu den Anschaffungskosten oder zum Nennwert bilanziert werden. Anders als bei festverzinslichen Wertpapieren oder Aktien, können somit bei Schuldscheindarlehen auch dann keine buchmässigen Verluste entstehen, wenn sie unterverzinslich sind. Das ergibt sich aus der für Wertpapiere und Schuldscheindarlehen unterschiedlichen Bewertungspraxis.

Im folgenden sei deshalb auf die Fragen eingegangen, ob die unterschiedliche Bewertungspraxis berechtigt ist, inwieweit es sich dabei um einen echten Vorteil der Schuldscheindarlehen handelt und welche Bedeutung ihm für die Anlagepolitik der Versicherungsgesellschaften zukommt.

Nach § 56 Abs. 1 VAG gilt für die Bewertung der Wertpapiere einer Versicherungsunternehmung § 155 Akt. Ges. Mit dem Hinweis auf § 155 Akt.Ges. entscheidet § 56 Abs. 1 VAG zwar noch

1) Vgl. z.B. G. Müller, Versicherungswirtschaft und Kapitalmarkt in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 1 (1960)S.23; H. Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S.119.

nicht die Frage, ob Wertpapiere zum Umlaufvermögen eines Versicherungsunternehmens gehören. Bei ihnen lässt sich jedoch eine Unterscheidung zwischen Anlage- und Umlaufvermögen beim Deckungsstockvermögen kaum rechtfertigen. Da dieses ausschliesslich zur Erfüllung der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen gegenüber den Versicherungsnehmern dient, werden die im Deckungsstockvermögen befindlichen Werte und damit auch die Schuldscheindarlehen zum Umlaufvermögen gerechnet.[1)]

Nach § 155 Akt. Ges. sind die Gegenstände des Umlaufvermögens zu den Anschaffungs- oder Herstellungskosten anzusetzen, soweit nicht ein niedriger Wertansatz geboten oder zulässig ist. Sind die Anschaffungskosten höher als der Wert, der sich aus dem Börsen- oder Marktpreis am Abschlußstichtag ergibt, so ist dieser Wert anzusetzen. Es gilt also das sog. Niederstwertprinzip, "das dem Grundsatz der Vorsicht im Sinne der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung in vollkommenster Weise entspricht. Das Niederstwertprinzip bedeutet, dass Gewinne solange nicht vereinnahmt werden dürfen, als sie nicht realisiert sind, dass aber andererseits am Bilanzstichtag erkennbare Verluste in alter Rechnung berucksichtigt werden müssen".[2)]

Die Anwendung dieses Prinzips bei der Bewertung der Wertpapiere der Versicherungsgesellschaften bedeutet noch nicht, dass sie bei jedem Kursrückgang ihrer Wertpapiere die Differenz zwischen Wertpapierkurs und Buchwert abschreiben müssen. Es sind vielmehr folgende Möglichkeiten zu unterscheiden:
Hat das Versicherungsunternehmen die Wertpapiere zu einem niedrigeren Kurs gekauft und ist der Kurs danach gestiegen, so hat es am Bilanzstichtag die Wertpapiere mit den niedrigeren Anschaffungskosten zu bewerten. In Höhe der Kurssteigerung entsteht eine stille Reserve.
Wenn die Wertpapierkurse wieder sinken und sich noch über dem Buchwert halten, brauchen die Versicherungsunternehmen keine Abschreibungen vorzunehmen.
Waren die Wertpapierkurse früher unter die Anschaffungskosten

1) Vgl. W. Meister, Die Versicherungsunternehmen in der Börsenbaisse, in: Blick durch die Wirtschaft vom 17.8.1962, S.5.
2) Adler-Düring-Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaft, 3. neubearbeitete Aufl., Stuttgart 1957, S. 442

gesunken und haben sie am Bilanzstichtag wieder die Anschaffungskosten erreicht, dann dürfen die Wertpapiere wieder zu den Anschaffungskosten in die Bilanz eingestellt werden. Kurssteigerungen treten somit in der Bewertung der Wertpapierbestände nur insoweit in Erscheinung, als sie sich unterhalb der Anschaffungskosten vollziehen. Übersteigen sie diese, so entsteht im Umfang der Differenz zwischen Anschaffungswert und Börsenkurs eine stille Reserve.
Kursrückgänge zwingen die Versicherungsunternehmen nur dann zu Abschreibungen, wenn die Wertpapierkurse am Bilanzstichtag unter den Buchwerten liegen.

Verluste, die sich aus Kursabschreibungen ergeben, sind zunächst nur Buchverluste. Sie würden erst realisiert, wenn das Versicherungsunternehmen die Wertpapiere zu den niedrigeren Kursen verkaufen müsste. Ist das nicht der Fall, so haben Kursveränderungen der Wertpapiere des Deckungsstockvermögens -bei längerfristiger Betrachtung- keine Auswirkung auf die Sicherheit der Vermögensanlagen. Denn festverzinsliche Wertpapiere werden i.d.R. mindestens zu pari getilgt oder ausgelost, so dass spätestens gegen Ende der Laufzeit der Anleihen eventuelle Kursverluste wieder aufgeholt werden.

Zwingt jedoch die Entwicklung der Wertpapierkurse die Versicherungsunternehmen zu hohen Abschreibungen[1], dann muss möglicherweise der gesamte (nicht realisierte) Kursverlust einer einzigen Rechnungsperiode belastet werden. Kann hierdurch die Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge gefährdet werden?[2]

1)Dass diesem Fall nicht nur theoretisch Gewicht zukommt, zeigte die Entwicklung der Wertpapierkurse in den Jahren 1965ff. Im Dezember 1966 lagen z.B. die Durchschnittskurse 5%iger Kommunalobligationen bei 78,2% und die der 5%igen Industrieobligationen bei rund 85% (Vgl. Tabelle"17. Durchschnittskurse tarifbesteuerter festverzinslicher Wertpapiere", in:Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1968, S. 94f.). Diese Kursrückgänge bewirkten, dass "auf die Wertpapierbestände ... erneut beträchtliche Abschreibungen vorgenommen werden (mussten), wodurch die Gewinne der Unternehmen zum Teil erheblich geschmälert wurden". VerBAV GB 1965, S.9.
2)Um diese Frage exakt beantworten zu können, müsste bekannt sein, wie hoch bei der einzelnen Versicherungsgesellschaft der Anteil der festverzinslichen Wertpapiere und der Aktien an den gesamten Vermögensanlagen ist, mit welchen Zinssätzen die festverzinslichen Wertpapiere ausgestattet sind, welche stille Reserven insgesamt in den Vermögensanlagen stecken, welche Überschüsse die einzelne Versicherungsgesellschaft erzielt etc. Da uns hierüber keine vollständigen Angaben zur Verfügung stehen, können wir über die exakten Auswirkungen eventuell notwendig

Der Anteil der Wertpapiere am Deckungsstockvermögen der deutschen Lebensversicherungsgesellschaften ist relativ klein.[1] Da zudem die Aktien grösstenteils zu niedrigen Kursen erworben wurden, in ihnen also erhebliche stille Reserven stecken dürften, die notfalls aufgelöst werden könnten, um einen Teil des Abschreibungsbedarfs zu kompensieren, da weiter auch die festverzinslichen Wertpapiere mit unterschiedlich hohen Zinssätzen ausgestattet sind, so dass u.U. nur ein Teil von ihnen Abschreibungen erfordert, da schliesslich die Versicherungsgesellschaften auch noch andere Vermögensanlagen besitzen, die -wie z.B. die Grundstücke- unter ihren Tageswerten zu Buch stehen, ist zu vermuten, dass ein eventueller Abschreibungsbedarf, verglichen mit dem Gesamtertrag der übrigen Anlagewerte, durchaus tragbar sein wird und ganz bedeutend durch den guten Durchschnittszins der Vermögensanlagen, von dem ja nur drei Prozent zur Aufzinsung des Deckungskapitals benötigt werden, überdeckt werden wird, zumal die Neuanlagen wegen des steigenden Kapitalmarktzinses einen höheren Zinsertrag als die Altbestände erbringen werden.

Auch bei den Sachversicherungsgesellschaften dürfte ein hoher Abschreibungsbedarf die Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge kaum tangieren. Zwar beträgt der Anteil der Wertpapiere an den gesamten Vermögensanlagen rund fünfzig Prozent.[2] Da sie ihre Verpflichtungen (Rückstellungen) nicht nach versicherungsmathematischen Methoden errechnen, sondern schätzen, und da sie aus Gründen der Vorsicht von vornherein einen durchschnittlichen Überschuss von zehn Prozent einkalkulieren, liegt hierin eine gewisse Reserve, die verhindert, dass die Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge gefährdet wird.[3]

Zwar ist ein globales Urteil über die genauen Auswirkungen der Abschreibungen auf die Ertragslage der Versicherungsgesellschaften nicht möglich. Wir können nur feststellen, dass die Lebensversicherungsgesellschaften weniger stark als die Sachversicherungen betroffen werden. Bei beiden ist jedoch damit

1) Er lag in den Jahren 1960 bis 1965 zwischen 15,6 und 18 Prozent. VerBAV GB 1965, S. 53+(Tabelle 39).
2) Vgl. VerBAV GB 1965 S. 124+(Tabelle 63).
3) Vgl. W. Seuss, Die Versicherungsunternehmen in der Börsenbaisse, in: Blick durch die Wirtschaft v. 31.7.1962, S. 5.

zu rechnen, dass der Durchschnittsertrag der Vermögensanlagen, der vielfach ein Wertmesser für die Leistungsfähigkeit der Versicherungsunternehmen ist, stark reduziert werden kann, so dass u.U. die Zuweisungen an die Rückstellungen für Beitragsrückerstattung schmaler als in den vorangehenden Jahren ausfallen oder dass die Gewinnbeteiligung der Versicherten zurückgeht. Davon wird jedoch die Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge nicht berührt, zumindest solange nicht, als noch ein Überschuss erwirtschaftet werden kann.

Dadurch, dass einerseits bei stark sinkenden Wertpapierkursen am Ende einer Abrechnungsperiode der gesamte, nicht realisierte Verlust u.U. einer einzigen Abrechnungsperiode zugerechnet werden muss und andererseits Kurssteigerungen erst in der Periode berücksichtigt werden können, in der die Wertpapierkurse wieder über die Buchwerte steigen bzw. in der Kursgewinne realisiert werden können, ergeben sich jedoch Ungerechtigkeiten in der Gewinnbeteiligung der Versicherten. Da Kurssenkungen einzelne Rechnungsperioden besonders stark belasten, wird eventuell die Gewinnbeteiligung jener Versicherten negativ beeinflusst, deren Verträge schon vor der später erfolgenden Gewinnrealisierung fällig werden.

Eine verringerte Gewinnbeteiligung kann das Vertrauen der Versicherten in die Solidität ihrer Versicherungsgesellschaft mindern. Da letztere auch aus Wettbewerbsgründen grössten Wert auf möglichst hohe und stetige Erträge legen, ziehen sie die Vergabe der nicht abschreibungsbedürftigen Schuldscheindarlehen dem Erwerb von Wertpapieren vor.

Schuldscheindarlehen werden stets zum Nennwert oder zu den Anschaffungskosten bilanziert.[1] Zwar werden sie bisweilen an andere Käufer abgetreten. Da für sie jedoch kein offizieller Markt- oder Börsenpreis notiert wird, nehmen die Versicherungsunternehmen auch dann, wenn die Verzinsung der Schuldscheindarlehen unter dem Kapitalmarktzins liegt, keine Abschreibungen vor. Durch die Bilanzierung zu Anschaffungskosten vermögen die

1) Ein Auszahlungsdisagio kann wahlweise im Ausgabejahr vereinnahmt oder unter den passiven Rechnungsabgrenzungsposten ausgewiesen und auf die Laufzeit des Darlehens verteilt werden. Vgl. J.Conrad/H.Hieber, Das Rechnungswesen im Versicherungsbetrieb, C.Rechnungslegung, in:Die Versicherung, Bd.2:Versicherungsbetriebslehre, Wiesbaden, o.J. S. 397.

Versicherungsunternehmen stark schwankende Erträge zu vermeiden.

Abschreibungsbedürftig sind Schuldscheindarlehen nur, wenn sich die Bonität des Darlehensschuldners offensichtlich verschlechtert.

Diese Bewertungspraxis widerspricht unseres Erachtens den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung. Kursrückgänge bei festverzinslichen Wertpapieren entstehen - bei gegebener Bonität des Anleiheschuldners - regelmäßig dann, wenn ihre Rendite unter dem Kapitalmarktzins liegt. Das ergibt sich aus dem folgenden finanzmathematischen Zusammenhang:
Der Gegenwartswert einer Obligation, d.h. der abgezinste Zukunftswert, setzt sich aus den diskontierten zukünftigen Zinseinnahmen und der diskontierten zukünftigen Kapitalrückzahlung zusammen. Er entspricht somit dem Barwert. Ist nun der Kapitalmarktzins gleich dem Abzinsungssatz, so ist der Barwert 100 Prozent, d.h. er ist gleich dem investierten Kapital. Ergibt sich jedoch ein Barwert unter 100 Prozent, so liegt die Rendite der Obligation unter dem geltenden Kapitalmarktzins.

Der Kapitalanleger sucht sich jeweils jene Wertpapiere aus, die ihm die höchste Rendite versprechen. Besitzt er bereits Wertpapiere, so wird er seine niedrig verzinslichen Wertpapiere in höher verzinsliche umtauschen wollen, wodurch die Kurse der von ihm und anderen Wertpapierbesitzern angebotenen Wertpapiere solange sinken werden, bis ihre Rendite wieder dem Kapitalmarktzins entspricht.

Liegt der neue Börsenkurs unter dem Buchwert der Obligation, so bestimmt die Kursdifferenz die notwendige Abschreibung. Die Obligation wird also zu einem Kurs bilanziert, zu dem sie am Bilanzstichtag hätte verkauft werden können. Die Abschreibung bedeutet somit die Vorsorge für einen bei einem eventuell erforderlich werdenden Verkauf der Obligation hinzunehmenden Verlust.

Es ist nun bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise nicht einzusehen, warum Schuldscheindarlehen, deren Zinssatz den Kapitalmarktzins unterschreitet und deren Tagespreis unter ihrem Buch-

wert liegt, durch eine entsprechende Abschreibung nicht ebenfalls auf ihren tatsächlichen Verkaufswert heruntergeschrieben werden sollen.

Das Argument, Schuldscheindarlehen sollen deshalb zu pari bilanziert werden, weil für sie kein Markt- oder Börsenpreis notiert werde, verkennt die Bedeutung der Abschreibung auf Wertpapiere. Sie erfolgt ja, weil das Wertpapier sich nicht mehr marktgerecht verzinst und deshalb nur unter seinem bisherigen Einstandspreis, eben zum niedrigeren Tageswert, verkäuflich ist. Mit einem festen Zinssatz ausgestattete Schuldscheindarlehen sind den festverzinslichen Wertpapieren hinsichtlich des Kursrisikos gleichzustellen. Wenn sie unterverzinslich sind, so können sie eben auch nur unter ihren Anschaffungskosten abgetreten werden. Die Tatsache, dass sie nicht notiert werden, sagt nichts über ihren Wert aus. Erst eine entsprechende Abschreibung passt den Wert des Schuldscheindarlehens dem erhöhten Kapitalmarktzins wieder an.

Im übrigen schreibt § 155 Abs. 2 Akt.Ges. vor:"Ist ein Börsen- oder Marktpreis nicht festzustellen und übersteigen die Anschaffungs- oder Herstellungskosten den Wert, der den Gegenständen am Abschlusstichtag beizulegen ist, so ist dieser Wert anzusetzen". Und bei Adler-Düring-Schmaltz heisst es hierzu ergänzend:" Die Bestimmung verlangt somit die Beachtung des Niederstwertprinzips auch für den Fall, dass zum Bilanzstichtag ein Vergleichswert in Form eines Börsen- oder Marktpreises nicht festzustellen ist". Der beizulegende Wert sei nach den Grundsätzen ordnungsgemässer Bilanzierung zu ermitteln. Die Bestimmung zwinge dazu, den Zustand und die Verwertbarkeit des einzelnen Vermögensgegenstandes bei der Bewertung zu berücksichtigen.[1)]

Die Bewertung unterverzinslicher Schuldscheindarlehen zu den Anschaffungskosten oder zum Nennwert widerspricht somit u.E. den Grundsätzen ordnungsgemässer Buchführung. Jede Anlage, die sich unter dem Kapitalmarktzinssatz verzinst, oder -finanzmathematisch ausgedrückt- deren Barwert bei Abzinsung zum

1) a.a.O., S. 542.

Landeszinsfuss unter pari liegt, ist eben weniger wert als pari. Deshalb ist zu fordern, dass Schuldscheindarlehen gleich zu bewerten sind wie festverzinsliche Wertpapiere.

Dagegen kann zwar eingewendet werden, dass Schuldscheindarlehen in der Regel von den Versicherungsunternehmen bis zu ihrer Rückzahlung gehalten werden. Dieses Argument müsste dann auch für die Wertpapieranlage gelten. Es setzt zudem voraus, dass keine aussergewöhnlichen Umstände eintreten, die eine vorzeitige Liquidierung erzwingen. "Davon aber, dass in Zukunft keine aussergewöhnlichen Umstände eintreten können, eine vorzeitige Versilberung also überhaupt nicht in Frage kommt,darf ein ordnungsmässiger Kaufmann nicht ausgehen".[1)]

Zwar gibt Staehle zu bedenken, dass es schwierig sein mag, für unterverzinsliche Schuldscheindarlehen einen zutreffenden Wertansatz zu finden, da ein orientierender Marktpreis fehle. Er meint weiter, die innerhalb des Emissionsmarktes geltenden Konditionen seien oft nur wenig bekannt und sie differierten. Die Verhältnisse auf dem Emissionsmarkt liessen sich zudem nicht ohne weiteres auf einen für die Bewertung entscheidenden Zirkulationsmarkt übertragen.[2)]

Seine Feststellungen treffen u.E. jedoch nicht durchweg zu. Die Konditionen der Schuldscheindarlehen weisen -wie noch zu zeigen sein wird- eine grosse Einheitlichkeit auf.
Die innerhalb des Emissionsmarktes geltenden Konditionen sind den im Schuldscheingeschäft Tätigen weitgehend bekannt. Eine Markttransparenz für Schuldscheindarlehen, die häufig bestritten wird, ist vorhanden, sie hat jedoch ihre Eigentümlichkeiten.[3)]

Am besten über das Marktgeschehen unterrichtet sind die Vermögensverwalter der Versicherungsgesellschaften. Sie erfahren die Bedingungen der Schuldscheindarlehen, die eine gewisse Grössenordnung erreichen, durch die Offerten der Makler oder Kreditinstitute. Sie kennen somit die jeweiligen Konditionen und die Angebots- und Nachfrageverhältnisse auf dem Markt für Schuldscheindarlehen. Gelegentlich berichtet auch die Tages-

1) W. Meister, Die Versicherungsunternehmen..., a.a.O., S.5.
2) W. Staehle, a.a.O., S.183.
3) Vgl. H.B. Dickmann, Schuldscheindarlehen- Ein Markt auch für private Anleger?, in: Der Volkswirt, 20.Jg.(1966) Nr. 49 S. 2360.

presse über Höhe und Konditionen der ihr bekannt gewordenen Schuldscheindarlehen. Lediglich für den ausserhalb des Marktes stehenden Anleger ist eine Markttransparenz nicht oder nur in geringem Maße gegeben.

Ausserdem orientieren sich Kapitalanbieter und -nachfrager bei ihren Dispositionen auch an dem zum jeweiligen Zeitpunkt geltenden Kapitalmarktzins, an den die Verzinsung der Schuldscheindarlehen weitgehend so angepasst wird, dass ihr Nominalzins den der festverzinslichen Wertpapiere ähnlicher Emittenten um etwa 1/4 bis 1/2 Prozent übersteigt.

Schliesslich besteht zwischen Emissions- und Zirkulationsmarkt eine enge Verbindung. Die am Emissionsmarkt geltenden Konditionen stimmen weitgehend mit denen des Zirkulationsmarktes überein. Einmal, weil die "Emittenten" versuchen werden, ihre Darlehen möglichst marktgerecht auszustatten, um dadurch eine schnelle und dauerhafte "Plazierung" zu erreichen, und andererseits, weil die Kapitalanleger nicht Darlehensforderungen am Emissionsmarkt erwerben werden, wenn ihnen der Zirkulationsmarkt rentablere Anlagemöglichkeiten bietet. Schuldscheindarlehen sind am Zirkulationsmarkt auch nur dann abtretbar, wenn ihre Konditionen nicht ungünstiger sind als die des Emissionsmarktes.

Fassen wir zusammen:
Sind die Zinssätze der Schuldscheindarlehen und der festverzinslichen Wertpapiere niedriger als die am Kapitalmarkt geltenden Zinssätze für Titel gleicher Bonität, so müssen bei ihrer Liquidierung "Kursverluste" realisiert werden.

Liegen die Kurse der Wertpapiere am Bilanzstichtag unter ihren Buchwerten, so sind die Versicherungsunternehmen verpflichtet, ihre unterverzinslichen Wertpapiere auf den niedrigeren Tageswert abzuschreiben. Wenn sie die Wertpapiere nicht zu den niedrigeren Kursen verkaufen, erleiden sie nur Buchverluste, die bei einem späteren Steigen der Wertpapierkurse bzw. spätestens bei der zu pari erfolgenden Tilgung wieder durch entsprechende Kursgewinne kompensiert werden.
Demgegenüber brauchen Schuldscheindarlehen nicht auf ihren

eventuell den Buchwert unterschreitenden Tageswert abgeschrieben zu werden, sie stehen vielmehr immer zu den Anschaffungskosten oder zum Nennwert zu Buch. Die wesentlichen Vorteile dieser Bilanzierungspraxis bestehen für die Versicherungsunternehmen darin, dass sie -wenn die Schuldscheindarlehen nicht zu den niedrigeren Preisen verkauft werden müssen- nicht u.U. stark schwankende Erträge ausweisen müssen und dass die Gewinnausschüttungen und Beitragsrückerstattungen an die Versicherten periodengerecht erfolgen.

Die ungleiche Behandlung von Schuldscheindarlehen und Wertpapieren ist jedoch problematisch. Da beide zum Umlaufvermögen rechnen und für sie gem. § 155 Akt.Ges. das Niederstwertprinzip gilt, sollten auch unterverzinsliche Schuldscheindarlehen auf den Wert abgeschrieben werden, der ihnen am Bilanzstichtag beizumessen ist, da sonst gegen den Grundsatz ordnungsmässiger Buchführung verstossen wird. Denn"wenn die Wirtschaftsgüter des Umlaufvermögens zwischen dem Zeitpunkt der Anschaffung und dem Zeitpunkt der Bilanzierung ... einen Wertverlust erlitten haben, so entspricht es den Grundsätzen ordnungsmässiger Buchführung, diesen Verlust der alten Rechnungsperiode zu belasten".[1)]

Erfolgen keine Abschreibungen, so wird eine Ertrags- und Vermögenslage vorgetäuscht, die mit der Realität nicht übereinstimmt. Werden Schuldscheindarlehen gleich bewertet wie Wertpapiere, so führt das u.U. zu stark schwankenden Erträgen und zu Ungerechtigkeiten in der Gewinnbeteiligung der Versicherten. Das muss im Interesse der Bilanzwahrheit hingenommen werden.

---

1) Adler-Düring-Schmaltz , a.a.O., S. 162.

II. Die Rentabilität der Schuldscheindarlehen

1. Die Rendite der Schuldscheindarlehen

Wir haben bereits dargetan, dass die Versicherungsgesellschaften -soweit es die Grundsätze der Liquidität und Sicherheit zulassen- ihre finanziellen Mittel möglichst ertragbringend anlegen wollen. Je höher die Rentabilität ihrer Vermögensanlagen ist, desto eher vermögen sie Überschüsse zu erzielen, die sie grösstenteils an ihre Versicherungsnehmer als Gewinnbeteiligung oder Beitragsrückerstattung weitergeben. Überschüsse erhöhen somit den Versicherungsschutz oder verbilligen die Versicherungsprämie. Sie beeinflussen damit die Wettbewerbslage der einzelnen Versicherungsgesellschaft gegenüber anderen Versicherungsgesellschaften und bei der gemischten Lebensversicherung zusätzlich gegenüber anderen Sparformen.

Die Höhe der Überschüsse hängt vom Reinertrag der Vermögensanlage ab, der durch die finanzielle Ergiebigkeit der Anlageobjekte, d.h. durch die Differenz zwischen den Zinserträgen und eventuellen Veräusserungsgewinnen oder -verlusten einerseits und durch die Höhe des mit dem Erwerb und der Verwaltung der Anlageobjekte verbundenen Aufwands andererseits bestimmt wird.

Die Versicherungsgesellschaften sind weiter an einem möglichst hohen und stetigen Zinsniveau interessiert. Anders als z.B. die Kreditinstitute des kurzfristigen Bereichs, deren Ertragslage vor allem durch die Zinsmarge zwischen Soll- und Habenzinsen determiniert wird, wirken sich Zinsänderungen bei den Versicherungsgesellschaften unmittelbar auf die Höhe ihrer Überschüsse aus und damit in Mehr- oder Minderleistungen an ihre Kunden, da ihre Zinsverpflichtungen -wie z.B. der Rechnungszins in der Lebensversicherung- sich nur selten ändern.

Im folgenden soll erörtert werden, welchen Zinsertrag die Schuldscheindarlehen im Vergleich zu den Industrieobligationen erbringen, was für einen Verwaltungsaufwand sie verursachen und welche sonstige , ihre Rentabilität beeinflussende Eigenschaften sie besitzen.

Schuldscheindarlehen werden nur selten voll ausbezahlt, da bei ihnen -ähnlich wie bei Industrieobligationen- die Feineinstellung der Verzinsung durch die Festsetzung eines von 100 Prozent abweichenden Auszahlungskurses erfolgt.[1] Dadurch, dass die Auszahlungskurse entsprechend variiert werden, kann die Rendite der Schuldscheindarlehen, die sich unter Berücksichtigung des Nominalzinses, des Auszahlungskurses, der Laufzeit und der Zinstermine ergibt, genau dem jeweiligen, im Zeitpunkt der Darlehensgewährung am Kapitalmarkt geltenden Zinssatz für ähnliche Titel angepasst werden.

Die Zinszahlungen erfolgen bei Schuldscheindarlehen in der Regel halbjährlich und nachträglich. Vereinzelt finden sich auch vierteljährliche Zinstermine. Dadurch erhöht sich ihre Rentabilität gegenüber den halbjährlich oder gar nur jährlich verzinsten Anlageobjekten.

Die Höhe des Nominalzinses der Schuldscheindarlehen richtet sich nach dem Zinsniveau des Kapitalmarktes, insbesondere nach dem Zinsniveau festverzinslicher Wertpapiere gleicher Emittenten, sowie nach den Angebots- und Nachfrageverhältnissen des Schuldscheinmarktes im"Emissionszeitpunkt".

Die Darlehensgeber orientieren sich bei ihren Anlagedispositionen vor allem an der Effektivverzinsung der Schuldscheindarlehen. Da bei den bekannt gewordenen Darlehensabschlüssen nur die Nominalzinssätze und die Auszahlungskurse mitgeteilt und nur gelegentlich Angaben über die Rendite gemacht worden sind, können wir keine genauen Aussagen über die jeweilige Rendite der Schuldscheindarlehen machen. Es ist uns jedoch möglich, durch einen Vergleich zwischen den Nominalzinssätzen und Auszahlungskursen der Schuldscheindarlehen und Industrieobligationen, die unterschiedliche Rentabilität der beiden Anlageformen anzudeuten.[2]

1) Der Auszahlungskurs gibt den Prozentsatz der Darlehenssumme an, den der Darlehensgeber auszuzahlen hat.

2)Über die Konditionen der Schuldscheindarlehen gibt es keine amtliche Statistik. Wir sind deshalb bei unserer Untersuchung für den Zeitraum von 1956 bis 1962 auf die Zahlenangaben der WESTFINANZ Westdeutsche Finanzierungsgesellschaft mbH. Köln, angewiesen, die im Berichtsteil ihrer Geschäftsberichte verschiedentlich Angaben über Nominalzins und Auszahlungskurs der von ihr vermittelten Schuldscheindarlehen macht.Vgl.Tabelle 4. Seit 1963 veröffentlicht die FAZ in ihrem "Blick durch die Wirtschaft" vierteljährlich die ihr bekannt gewordenen Schuldscheindarlehen.Diese Angaben sind in der Tabelle 5 zusammengefasst.

Über die Höhe der Zinsen für Schuldscheindarlehen zu Beginn der fünfziger Jahre liegen keine statistischen Angaben vor. Nach Kleinschmidt hat "der Nominalzins für Schuldscheindarlehen ... in den Jahren seit 1949 zwischen 5,5% und 8,5% p.a. geschwankt", wobei" zur Zeit der krassesten Not an langfristigem Kapital 1952/53 ... in einzelnen Fällen Nominalzinssätze bis 10% p.a. verzeichnet worden" seien und "die Effektivrendite für den Geldgeber zwischen 5,8% und 10% p.a." lag.[1)]

Im gleichen Zeitraum lag die Rendite der festverzinslichen Wertpapiere erheblich niedriger. "Während der Phase des Kapitalmarktdirigismus, die sich über den Zeitraum von der Währungsreform bis etwa 1954 erstreckte, wurde der Wertpapiermarkt vorwiegend mit steuer- und zinsdirigistischen Mitteln beeinflusst".[2)] Die steuerdirigistischen Maßnahmen[3)], die eine Benachteiligung der Industrieobligation mit sich brachte, waren für die Versicherungsgesellschaften weitgehend uninteressant, da Kapitalerträge der Versicherungsgesellschaften, die der Bildung versicherungstechnischer Rücklagen dienen, den körperschaftsteuerlichen Gewinn mindern.[4)] Zudem hatte der Kapitalverkehrsausschuss am 2.Sept. 1950 auf Grund des § 5 Abs.2 KapVG den Zinssatz für Industrieobligationen auf 6,5% festgelegt. Dieser "Zinssatz für (nicht steuerbegünstigte) Industrieobligationen entsprach nicht den Marktverhältnissen und erweckte deshalb beim Publikum kein Interesse".[5)] Die Versicherungsgesellschaften zogen deshalb die hochverzinslichen Schuldscheindarlehen den niedrig verzinslichen Industrieobligationen und Pfandbriefen vor.

Die krassen Unterschiede in der Verzinsung zwischen Schuldscheindarlehen und Anleihen verminderten sich mit Beginn der marktwirtschaftlichen Kapitalmarktphase zu Beginn des Jahres 1955.[6)] Der Nominalzinssatz für Industrie-Darlehen entwickelte sich entsprechend den Veränderungen des allgemeinen Zinsniveaus am Kapitalmarkt.

1)K. Kleinschmidt, Vermögensanlage in Schuldscheindarlehen, in: Handbuch der Vermögensanlage, hrsg.v.C.Zimmerer, Frankfurt am Main 1964, S. 94.
2)D. Gamerdinger, Der Kapitalmarkt in der Bundesrepublik und die Voraussetzungen seiner Funktionsfähigkeit, (Dissertation), Neue Schriften zur Wirtschafts- und Sozialwissenschaft, Tübingen 1959, S.33.
3) Steuerbegünstigung nach § 10 ESTG und gem. dem "Ersten Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes" vom 15.12.1952,BGBl.I S. 793.

Wie aus den Tabellen 4 und 5 zu ersehen ist, lagen die für Industrie-Schuldscheindarlehen bewilligten Nominalzinssätze in den Jahren 1956 bis 1968 meist zwischen sechs und sieben Prozent. Lediglich bei angespannter Kapitalmarktlage (vor allem 1956/57 und 1965/67) wurden häufig höhere Zinssätze vereinbart, so dass bei Auszahlungskursen zwischen 93 1/4 und 99 % Renditen bis zu 9,6% erzielt werden konnten.

Vergleicht man die Entwicklung der Nominalzinssätze, so zeigt sich, dass die Nominalzinssätze der Industrie-Schuldscheindarlehen bei annähernd gleichen Auszahlungskursen meist um 1/4 bis 1/2 % über denen der Industrieobligationen lagen und dass bei angespannter Kapitalmarktlage die Zinsdifferenz oft bis zu ein Prozent erreicht hat. Ähnliche Unterschiede dürften auch in der Effektivverzinsung zwischen den beiden Anlageformen bestehen.[1)]

Der Renditevorteil der Schuldscheindarlehen erscheint zunächst sehr hoch. Er ist jedoch tatsächlich etwas geringer. Am Schuldscheinmarkt operieren nur Kreditinstitute und institutionelle Kapitalanleger als Darlehensgeber. Sie erhalten beim Kauf neuemittierter Rentenwerte Bonifikationen eingeräumt, die die Rendite dieser Rentenwerte anheben. Der Renditevorteil der Schuldscheindarlehen wird dadurch zwar verringert. Er dürfte jedoch weiterhin beachtlich bleiben, da die Darlehensgeber für die vergleichsweise höheren Risiken der Darlehensgewährung entsprechend entschädigt werden wollen.

Mit den Risiken meinen wir vor allem das Liquiditäts- und das Rentabilitätsrisiko, welche die Darlehensgeber laufen.
Ein Liquiditätsrisiko besteht -wie noch weiter unten darzutun sein wird- insofern, als der hingegebene Darlehensbetrag -wenn dem Darlehensgeber kein ordentliches Kündigungsrecht eingeräumt wird- dem finanzierten Unternehmen formell und materiell langfristig zur Verfügung steht. Der Darlehensgeber begibt sich somit der Möglichkeit, den investierten Betrag vorzeitig -z.B. bei eigenen Liquiditätsschwierigkeiten- vom Darlehensschuldner

Fussnoten von S.135.
4)Gem. § 11 Ziff.2 KStG und § 24 KStDV.
5) D. Gamerdinger, a.a.O., S.35.
6) Das Kapitalmarktförderungsgesetz trat am 1.1.1955 ausser Kraft.
1)So erbrachte z.B. das von den Farbenfabriken Bayer im 3.Vj. 1966 aufgenommene Schuldscheindarlehen eine Rendite von 9,63%, während sich Industrieobligationen gleichzeitig mit 8,5 bis 8,6% rentierten. Vgl. Tabelle 5.

zurückfordern zu können. Auch die Möglichkeit, die Darlehensforderung an Dritte abzutreten, ist bei Schuldscheindarlehen geringer als bei Industrieobligationen.[1)]

Ein Rentabilitätsrisiko kann daraus abgeleitet werden, dass der Darlehensgeber darauf verzichten muss, sich während der Darlehenslaufzeit bietende günstigere Anlagemöglichkeiten wahrzunehmen.
Als Entschädigung für diese Risiken muss der Darlehensschuldner eine entsprechende Wagnisvergütung bieten. Aus diesem Grunde verzinsen sich Schuldscheindarlehen grundsätzlich besser als Industrieobligationen.
Auch innerhalb der Schuldscheindarlehen, die im gleichen Zeitrum aufgenommen wurden, finden wir verschieden hohe Zinssätze, wobei die Höhe der Zinssätze je nach der Bonität der Darlehensschuldner oder dem Grad ihrer Bekanntheit differiert. Diese Zinssatzdifferenz stellt ebenfalls eine Art Wagnisvergütung für die unterschiedliche Bonität dar.[2)]

Deshalb können öffentliche Kreditnehmer, deren Schuldscheindarlehen ohne jedes Bonitätsrisiko und kraft Gesetzes deckungsstockfähig sind, eine geringere Verzinsung als industrielle Schuldner bieten. So lagen in den fünfziger Jahren die Zinssätze der Schuldscheindarlehen öffentlicher Kreditnehmer bei gleichen Auszahlungskursen teilweise bis zu einem Prozent unter den Zinssätzen der Industrie-Schuldscheindarlehen.[3)] Diese Zinsdifferenz verringerte sich im Laufe der Zeit und betrug ab 1961 nur noch etwa 1/4 Prozent. Neuerdings erbringen Schuldscheindarlehen öffentlicher und privater Kreditnehmer bei annähernd gleichen Auszahlungskursen eine gleich hohe Rendite[4)].
Der Renditeunterschied hat sich wohl deshalb verringert, weil die weniger zinsempfindlichen öffentlichen Kreditnehmer bisweilen jeden Zinssatz bieten, um überhaupt Finanzierungsmittel zu erhalten.

---

1)Vgl. unten S.158ff.
2)So musste z.B. die Rehau Plastiks GmbH. ihr im 1.Vj.1964 aufgenommenes Schuldscheindarlehen mit einem Nominalzins von 6 1/2 Prozent ausstatten, während alle übrigen, im gleichen Zeitraum aufgenommenen Schuldscheindarlehen mit Zinssätzen von 6 bzw. 6 1/4% ausgestattet wurden. Vgl. Tabelle 5.
3) Vgl. Tabelle 4.
4) Vgl. Tabelle 5. Während sich z.B. die im 2.Vj.1966 begebenen Schuldscheindarlehen der BV Aral und der Dynamit Nobel mit 8,6% verzinsten(Vgl.Tabelle 5),rentierten sich die Schuldscheindarlehen der Länder Baden-Württemberg und Saarland mit 8,77 und 8,56%. Blick durch die Wirtschaft, Nr. 143 vom 24.6.1966, S. 1.

Als weiterer rentabilitätsmässiger Vorteil der Schuldscheindarlehen ist zu erwähnen, dass sie gegenüber den Obligationen die finanziellen Dispositionen der Versicherungsgesellschaften erleichtern und sie instand setzen, ihre freien Mittel fristgerecht anzulegen. Dadurch können sie Zinsverluste vermeiden, die z.B. deshalb entstehen können, weil sie langfristig investierbare Mittel vorübergehend am Geldmarkt anlegen müssen.

So weist Frank darauf hin, dass der Gläubiger eines Schuldscheindarlehens insofern besser als der Obligationär gestellt sei, als er bei der Tilgung eines Schuldscheindarlehens mit festen Terminen rechnen könne, da dem Darlehensnehmer ein einseitiges Kündigungsrecht heute in der Regel nicht mehr eingeräumt werde. Dagegen habe es der Obligationär mit ungewissen Terminen zu tun. Er wisse häufig nicht, wann seine Obligation ausgelost werde.[1)]

Hierzu sei ergänzend bemerkt, dass heute -wie noch zu zeigen sein wird- sehr wohl Darlehensnehmern und/oder Darlehensgebern sog. ordentliche Kündigungsrechte eingeräumt werden, so dass bei durch den Darlehensschuldner kündbaren Schuldscheindarlehen ebenfalls mit ungewissen Terminen zu rechnen ist, und dass selbst bei Darlehen, die nicht durch die Schuldner kündbar sind, sich dann unerwartete zusätzliche Tilgungszahlungen ergeben können, wenn den Schuldnern das Recht eingeräumt worden ist, bei günstiger Liquiditätssituation ihre planmässigen Tilgungsraten bei deren Fälligkeit jeweils zu verdoppeln. Da die zusätzlichen Tilgungsraten jedoch in der Regel drei Monate vorher dem Darlehensgläubiger mitgeteilt werden müssen, kann er diese Mittelzuflüsse rechtzeitig bei seinen Finanzdispositionen berücksichtigen.

Einen rentabilitätsmässigen Vorteil der Schuldscheindarlehen gegenüber den Industrieobligationen sieht Reinboth darin, dass Schuldscheindarlehen ratenweise ausgezahlt werden können. Dadurch werde es der einzelnen Versicherungsgesellschaft ermöglicht, "die Finanzinvestitionen weitgehend dem erwarteten Einzahlungsstrom anzupassen und auf diese Weise zu verhindern, dass anlagebereite Gelder infolge unzureichenden Wertpapier-

1) M. Frank, a.a.O., S.168.

emissionsangebots eine Verlegenheitsanlage am Geldmarkt suchen müssen".[1] Diesem Vorteil dürfte u.E. nur geringe praktische Bedeutung zukommen. Selbst wenn im fraglichen Zeitpunkt nur "unzureichende Wertpapieremissionsangebote" vorhanden sein sollten, so bleibt den Versicherungsgesellschaften immer noch die Möglichkeit, die erforderlichen Effekten am Zirkulationsmarkt zu beschaffen, wenn auch u.U. zu etwas höheren Einstandspreisen.

Auch dem Hinweis Reinboths, sofern die Versicherungsgesellschaften die Festsetzung der Auszahlungstermine dem Schuldner überlassen müssten, könne der Fall eintreten, dass sie bereits vorhandene Mittel vorübergehend zu Geldmarktzinsen anlegen müssten, dürfte in der Praxis nur geringes Gewicht zukommen. Da die Nachfrage nach Schuldscheindarlehen zumeist das Kapitalangebot weit übertrifft, pflegen die Versicherungsgesellschaften die Auszahlungstermine weitgehend selbst zu bestimmen.

Vorübergehend freie Mittel können bei einer Versicherungsgesellschaft auch dann entstehen, wenn sie von ihr gezeichnete Obligationen wegen Überzeichnung nicht in voller Höhe ihres Zeichnungsbetrages zugeteilt erhält.[2] Diese Gefahr besteht zwar grundsätzlich. Sie dürfte jedoch deshalb gering sein, weil bei einer Repartierung diejenigen Zeichner bevorzugt werden, welche die Wertpapiere als Daueranlage ansehen, also die privaten Sparer und die institutionellen Kapitalanleger.
Demgegenüber besteht die Gefahr der Repartierung bei direkten Einzelschuldscheindarlehen nicht und bei Konsortialdarlehen nur in geringem Maße. Bei ihnen kennt der Vermittler die Anlagekraft der einzelnen Versicherungsgesellschaft und fordert zudem nur eine beschränkte Zahl von Gesellschaften auf, Teilschuldscheine zu zeichnen. Bei ihnen läuft also die Versicherungsgesellschaft"nicht Gefahr, ihre anlagebereiten Mittel nicht sofort zum Kapitalmarktzins investieren zu können."[3]
Aber selbst wenn u.U. der Darlehensschuldner nur geringere Beträge als ursprünglich vereinbart aufnehmen sollte, so vermögen sich die Versicherungsgesellschaften ersatzweise an Schuldscheinen anderer Darlehensnehmer zu beteiligen.

1) H. Reinboth, a.a.O., S.107.
2) H. Reinboth, a.a.O., S.107.
3) H. Reinboth, a.a.O., S.106.

2. Die Möglichkeit der Zinskonversion

Die Rendite der Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen hängt nicht nur von der Höhe ihrer Nominalzinssätze ab, sondern auch davon, ob diese durch Maßnahmen der Gläubiger oder Schuldner einem veränderten Kapitalzinsniveau angepasst werden, d.h. auch davon, ob und unter welchen Voraussetzungen eine Zinskonversion möglich ist.

Unter Konversion versteht man bei Anleihen den Umtausch einer Anleihe mit hohem Nominalzins gegen niedriger verzinsliche Stücke (Herunterkonvertierung) bzw. die Erhöhung des Zinssatzes ein und derselben Anleihe (Heraufkonvertierung).[1)]

Sinkt der Kapitalzins, so erbringt eine mit einem höheren Zinssatz ausgestattete Industrie-Obligation den Obligationären eine über dem Marktzins liegende Rendite. Gleichzeitig hat der Emittent einen im Vergleich zum geltenden Kapitalmarktzins überhöhten Zinsaufwand zu tragen. Er wird deshalb, wenn er annehmen kann, dass die Senkung des Kapitalzinses von Dauer ist, seine hochverzinslichen Industrieobligationen alsbald auf den niedrigeren Kapitalzins herunterkonvertieren wollen, um auf diese Weise seinen Zinsaufwand zu verringern. Zu diesem Zweck muss er seine Anleihe kündigen.[2)]

Da Anleihen -wenn überhaupt-[3)] in der Regel erst nach Ablauf einer Kundigungssperrfrist von zumeist vier bis sechs Jahren durch den Emittenten kündbar sind, ist eine Herunterkonvertierung frühestens nach Erreichen des Kündigungstermins möglich.

---

1) H. Rittershausen, Ind.Fin...., a.a.O., S.215f.
2) Das Kündigungsrecht, das letzten Endes eine gewisse Durchbrechung des Prinzips der Festverzinslichkeit darstellt, soll eigentlich dem Schuldner die Möglichkeit bieten, nicht mehr benötigtes Kapital vorzeitig zurückzuzahlen. Ein Grund für das Bestehen eines Kündigungsrechtes dürfte jedoch auch darin zu suchen sein, dass der Schuldner bei einer allgemeinen Zinsniveausenkung von der Möglichkeit Gebrauch machen will, seine Zinsverpflichtungen durch Herabsetzung des Nominalzinssatzes zu verringern.
3) So ist z.B. bei der 6 1/2% Anleihe der Bundesrepublik Deutschland von 1968 in Höhe von 300 Mio DM, die am 1.April 1978 zum Nennwert zurückgezahlt wird, eine vorzeitige Kündigung durch den Emittenten ausgeschlossen. Vgl. Presse-Notiz der Deutschen Bundesbank vom 27.März 1968, in:Auszüge aus Presseartikeln Nr. 25 vom 2.4.1968, S. 1.

Bis zu diesem Zeitpunkt bieten somit die mit vergleichsweise hohen Zinssätzen ausgestatteten Obligationen ihren Inhabern eine über dem Kapitalmarktzins liegende Rendite.

Wird die Obligation gekündigt, so erleiden die Obligationäre eine nachhaltige Ertragseinbuße. Denn der Emittent wird seine Obligation nur herunterkonvertieren, wenn er damit rechnen kann, dass das Zinsniveau längerfristig gesunken ist. Er wird wegen der dabei entstehenden Konversionskosten dazu weiter nur bereit sein, wenn er den Nominalzinssatz um mehr als 1,5% senken kann.[1)]

Den Inhabern der Obligationen ist es dann unmöglich, Renditen, wie sie die Obligationen vor der Konvertierung geboten haben, durch Erwerb anderer Anlagewerte zu erzielen, da auch deren Renditen, wegen der allgemeinen Interdependenz der Teilmärkte des Kapitalmarktes, sich dem gesunkenen Zinsniveau angepasst haben werden.

Eine Zinseinbuße erleiden die Obligationäre auch dann, wenn der Emittent wegen der hohen Konversionskosten darauf verzichtet, den Zinssatz zu senken und statt dessen seine Obligationen verstärkt auslost. Die den Eigentümern der ausgelosten Obligationen zufliessenden Gegenwerte können dann ebenfalls nur noch zum niedrigeren Kapitalmarktzins investiert werden.

Während bei einer Senkung des Zinsniveaus der Emittent im eigenen Interesse bestrebt ist, den Zinssatz seiner Obligationen dem erniedrigten Zinsniveau anzugleichen, wird er bei einem Steigen des Zinsniveaus zu einer Heraufkonvertierung und damit zur Übernahme höherer Zinsverpflichtungen nur mit Rücksicht auf seinen Emissionskredit bereit sein. Bisher jedenfalls waren Heraufkonvertierungen zumeist nur üblich, wenn eine Emission zum Zeitpunkt ihrer Plazierung nicht marktgerecht ausgestattet war und deshalb zu scheitern drohte.[2)] Dagegen wurden Anleihen, die bereits längere Zeit umliefen und deren Verzinsung nicht mehr marktüblich war, nur selten heraufkonvertiert.

1) H. Rittershausen, Ind.Fin. ..., a.a.O., S.198.
2) Vgl. hierzu H. Rittershausen, Ind.Fin. ..., a.a.O., S.220, der als Beispiel hierfür eine Emission der LAG und die im Jahre 1960 emittierte Bosch-Anleihe nennt.

Ist der Emittent nicht willens, den Nominalzins anzuheben, so sind die Obligationäre praktisch gezwungen, die unterverzinslichen Titel zu behalten, da ihnen bei Obligationen in der Regel kein Kündigungsrecht zusteht,[1] und ein Umtausch in höher verzinsliche Obligationen ihnen zumeist nur unter Hinnahme von Verlusten möglich wäre.

Wertpapiere bieten zwar auf Grund ihrer Verkehrsfähigkeit den Vorzug, dass sie, wenn z.B. mit einem steigenden Kapitalzins zu rechnen ist, jederzeit verflüssigt und die Verkaufserlöse später in höher rentierende Anlagen investiert werden können. Diese Möglichkeit besteht jedoch nur bei individuellen Zinserwartungen. Wenn allgemein mit einem Steigen des Kapitalzinses gerechnet wird, so wird das Angebot an Wertpapieren solange zunehmen, bis die aufgrund des erhöhten Angebots sinkenden Wertpapierkurse sich dem erwarteten höheren Realzins angepasst haben werden.

Da die Versicherungsgesellschaften ihre Anlagen zumeist als Dauerbesitz betrachten und es die "verhältnismässig geringe Grösse zahlreicher Versicherungsgesellschaften mit sich (bringt), dass rasche Veränderungen der Anlagepolitik auch deswegen kaum durchführbar sind, weil es an entsprechend ausgebildetem Personal fehlt"[2], dürfte diesem Vorzug der Wertpapiere nur vereinzelt praktische Bedeutung zukommen.

Die Chancen und Risiken, welche eine Marktzinsänderung den Obligationären und Emittenten bietet, sind zwischen ihnen also ungleich verteilt. Obligationen, deren Nominalzins den Kapitalmarktzins erheblich überschreitet, werden vom Emittenten zumeist herunterkonvertiert, während es bei sich nicht mehr marktüblich rentierenden Obligationen wegen der fehlenden Kündigungsmöglichkeit durch die Obligationäre im Ermessen des Emittenten liegt, ob er höhere Zinsen zugestehen will. Hierzu waren die

1) Bei einer Anzahl von Emissionen, die 1953 ausgegeben worden sind, ist den Gläubigern ein vorzeitiges Kündigungsrecht eingeräumt worden und zwar erstmals bei der von der DEGUSSA im Februar 1953 emittierten Anleihe, die folgende "Degussa-Klausel" enthielt: "Die Anleihegläubiger sind berechtigt, ihre Teilschuldverschreibungen jeweils mit einer Frist von sechs Monaten zu einem Zinstermin ... zum Kurse von 100% ... zu kündigen". Zitiert nach Bornemann/Linnhoff, a.a.O., S.32.

2) W. Mercker, Vermögensanlagen der Individualversicherung, in: Anlagepolitik der Kapitalsammelstellen, Beiheft zu: Der Volkswirt, Nr. 42/1960, S. 60.

Emittenten -wie die bisherige Erfahrung lehrt- nur selten bereit.

Inwieweit bestehen zwischen Industrie-Obligationen und Schuldscheindarlehen hinsichtlich einer eventuellen Zinsanpassung Unterschiede?

Die Zinssätze der Schuldscheindarlehen werden in der Regel für die gesamte Darlehenslaufzeit festgelegt. Hiervon machen lediglich einige Kommunal-Schuldscheindarlehen eine Ausnahme, deren Vertragsbestimmungen eine Zinsanpassung vorsehen. Bei ihnen wird vereinbart, dass der Zinssatz -unter Einhaltung einer meist vierteljährlichen Kündigungsfrist- dem veränderten Kapitalmarktzins dann angepasst werden kann, wenn die Vertragspartner einer Änderung zustimmen.[1)]

Ob bei den anderen Schuldscheindarlehen der Nominalzins einem veränderten Kapitalzins angepasst werden kann, richtet sich jeweils nach den Kündigungsrechten, die den Vertragspartnern zustehen und , wo solche nicht bestehen, danach, ob sich die Partner auf individuellem Verhandlungswege freiwillig auf einen neuen Zinssatz einigen können. Solche Verhandlungen sind möglich, weil es sich bei Schuldscheindarlehen -anders als z.B. bei Industrieobligationen, wo die Obligationäre sehr zahlreich sind und dem Emittenten unbekannt bleiben- nur um eine beschränkte Zahl von Darlehensgläubigern handelt, die der Darlehensschuldner kennt, und die mit ihm bisweilen auch auf Grund ihrer versicherungsgeschäftlichen Tätigkeit verbunden sind.

Wir erwähnten bereits die den Darlehensgläubigern zur Sicherung ihrer Forderungen zustehenden sog. ausserordentlichen Kündigungsrechte. Für die Möglichkeit einer Zinsanpassung sind jedoch die ordentlichen Kündungsrechte relevant, "die eine vertraglich eingeräumte Befugnis zur Abkürzung der ursprünglich vorgesehenen Laufzeit darstellen"[2)], die es also den Berechtigten ermöglichen, das Darlehen unter Einhaltung einer Kündigungsfrist und nach Ablauf der sog. Kündigungssperrjahre, die meistens die tilgungsfreien Jahre umfassen, zu kündigen.

---

1) Lt. Auskunft einer öffentlich-rechtlichen Versicherungsgesellschaft.
2) v.Bargen/Waeger, a.a.O., S.9.

Ordentliche Kündigungsrechte wurden ursprünglich nur den Darlehensschuldnern in Anlehnung an die bei Industrie-Obligationen üblichen Kündigungsmöglichkeiten eingeräumt. Dagegen haben jedoch die Versicherungsgesellschaften eingewendet[1], dass bei diesem Vorgehen die Unterschiede zwischen den beiden Finanzierungsinstrumenten zu wenig beachtet würden. Anders als bei Anleihen würden die Bedingungen eines Schuldscheindarlehens individuell zwischen Darlehensnehmer und Darlehensgeber ausgehandelt und auf deren konkrete Bedürfnisse zugeschnitten. Laufzeit und Tilgung seien der Liquiditätsentwicklung des Darlehensnehmers angepasst. Die Darlehensgeber seien den Darlehensnehmern bekannt und würden die Darlehensforderung als Daueranlage für die gesamte Laufzeit erwerben. Sie forderten deshalb: "Ordentliche Kündigungsrechte sollten im Interesse der Gleichbehandlung der Beteiligten nur beiden oder keinem Vertragspartner eingeräumt werden".[2]

Infolgedessen wird bei einer Reihe von Schuldscheindarlehen ein ordentliches Kündigungsrecht des Darlehensnehmers entweder vertraglich ausgeschlossen oder allen Vertragspartnern zugestanden.[3] Bei manchen Schuldscheindarlehen bestehen jedoch die Darlehensnehmer, soweit es sich um erste Adressen handelt, weiterhin auf einem ordentlichen Kündigungsrecht.
Bisweilen müssen auch kleinere Unternehmen mit schwacher Verhandlungsposition den Darlehensgebern ordentliche Kündigungsrechte zugestehen. Insbesondere die Sachversicherungsgesellschaften sind zuweilen bestrebt, auf diese Weise die Liquidität der Schuldscheindarlehen zu erhöhen.[4]

Hinsichtlich der Möglichkeit einer Zinsanpassung haben wir somit zu unterscheiden zwischen Schuldscheindarlehen, bei denen ein ordentliches Kündigungsrecht

a) nur dem Darlehensschuldner
b) nur dem Darlehensgläubiger
c) dem Darlehensschuldner und -gläubiger
d) weder dem Darlehensschuldner noch dem -gläubiger zusteht.

1) Vgl. v. Bargen/Waeger, a.a.O., S.9.
2) v. Bargen/Waeger, a.a.O., S. 9.
3) Während Frank schreibt (a.a.O., S. 63.), dass heute die vorzeitige Kündigung des Darlehens durch den Darlehensnehmer allgemein ausgeschlossen werde und auch ein beiderseitiges Kündigungsrecht praktisch nicht vorkomme, ist Staehle (a.a.O., S.176) der Ansicht, dass teilweise auch den Versicherungsunternehmen ein vorzeitiges ordentliches Kündigungsrecht als Äquivalent zu einem solchen Recht des Schuldners eingeräumt werde.
4) Vgl. H. Reinboth, a.a.O., S.66.

Steht ein ordentliches Kündigungsrecht nur dem Darlehensschuldner zu, so entspricht die Risikolage weitgehend der bei Industrieobligationen, wenn man von der Möglichkeit individueller Verhandlungen, die nur das Schuldscheindarlehen bietet, absieht.

Verfügt nur der Darlehensgläubiger über ein ordentliches Kündigungsrecht, so kann er das Schuldscheindarlehen bei Unterverzinslichkeit kündigen, um auf diese Weise einen marktgerechten Zinssatz durchzusetzen. Dagegen bleiben dem Darlehensnehmer praktisch keinerlei rechtliche Befugnisse, bei sinkendem Zinsniveau von seinen nunmehr überhöhten Zinsverpflichtungen freizukommen.

Der Darlehensschuldner vermag zwar seine Darlehensschuld, wenn der Zinssatz 6 vH übersteigt, gem. § 247 Abs. 1 BGB zu kündigen. Diese Möglichkeit schliesst § 247 Abs. 2 BGB für Inhaber- und Orderschuldverschreibungen aus. Auf dieses Kündigungsrecht wird jedoch der Darlehensnehmer zumeist deshalb verzichten, weil er dadurch seinen Emissionskredit bei den Kapitalsammelstellen verlieren würde.[1)]

Von dieser gesetzlichen Bestimmung glaubten im Jahre 1958 Kommunen und kommunale Verbände, allerdings in verhältnismässig bescheidenem Umfang, Gebrauch machen zu müssen.[2)]

Werden Kündigungsrechte dem Darlehensnehmer und den Darlehensgebern eingeräumt, so führt das praktisch dazu, dass der Zinssatz des Darlehens nach Ablauf der Kündigungssperrfrist dem veränderten Kapitalzins angepasst werden kann. Die Darlehensschuldner werden -vor allem auch bei günstiger eigener Liquiditätslage- ihre den Kapitalzins übersteigenden Zinsverpflichtungen zu verringern suchen.[3)] Umgekehrt werden die Darlehens-

1) § 247 Abs. 1 BGB lautet: "Ist ein höherer Zinssatz als sechs vom Hundert für das Jahr vereinbart, so kann der Schuldner nach dem Ablaufe von sechs Monaten das Kapital unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von sechs Monaten kündigen. Das Kündigungsrecht kann nicht durch Vertrag ausgeschlossen oder beschränkt werden".

2) Vgl. G. Müller, Die grosse Wende am Kapitalmarkt, in: Versicherungswirtschaft, Nr. 22/1958, S. 689.
Grosses Aufsehen erregte 1961 die -unter Hinweis auf §247 BGB vorgenommene- Kündigung eines von Baden-Württemberg aufgenommenen 7,5% Schuldscheindarlehens, dessen Freijahre noch nicht abgelaufen waren. Vgl. FAZ vom 10.8.1961. Auf den energischen Protest der Geldgeber, zog das Land jedoch seine Kündigung wieder zurück. Vgl. FAZ vom 5.9.1961 und Industrie-Kurier vom 5.9.1961.

3) So nutzten z.B. im Jahre 1961 "die Darlehensnehmer ... die

gläubiger ihre unterverzinslichen Darlehensforderungen kündigen, um eine marktgerechte Verzinsung zu erlangen.
Werden schliesslich keine ordentlichen Kündigungsrechte vereinbart, so bleibt den Vertragspartnern bei Schuldscheindarlehen nur die Möglichkeit, sich bei einer Änderung des Kapitalzinses auf individuellem Verhandlungswege über neue Zinssätze zu einigen. Soweit jedoch keine ordentlichen Kündigungsrechte bestehen bzw. solche nur den Darlehensgläubigern zustehen, bieten solche Darlehensforderungen gegenüber den zumeist unkündbaren Industrieobligationen den wesentlichen Vorteil, dass eine Zinsherabsetzung auf Grund eines erniedrigten Zinsniveaus nur mit ihrer Zustimmung erfolgen kann. Sie können also selbst darüber entscheiden, ob sie willens sind, Anlageobjekte, deren Rendite über dem allgemeinen Zinsniveau liegt, in solche mit niedriger, aber marktgerechter Verzinsung umzutauschen, bzw. bei einem gestiegenen Kapitalzins sich mit Anlagen zu begnügen, deren Rendite unter dem allgemeinen Zinsniveau liegt.

Wenn auch die Darlehensgeber rechtlich befugt sind, etwaige Zinssenkungswünsche der Darlehensnehmer abzulehnen, so bestehen sie doch nur selten auf ihrem Recht. Sie sind -wie die bisherigen Erfahrungen gezeigt haben-[1] im allgemeinen zu einem Zinsnachlass bereit[2] "wenn ein offensichtlich grosses Missverhältnis zwischen vereinbartem Darlehenszinssatz und herrschendem Kapitalmarktzinssatz besteht".[3] Dann wird oft in den Darlehensvertrag eine sog. Wiederanhebungsklausel aufgenommen, die besagt, dass der frühere Zinssatz oder ein neu zu vereinbarender Zinssatz wieder gelten soll, wenn der Kapitalmarktzins wieder eine bestimmte Höhe überschritten hat[4] und "wenn abzusehen ist, dass es sich um eine grundsätzliche Änderung der Zinssituation mit erheblicher Differenz und um eine nicht vorübergehende Erscheinung handelt".[5]

noch Fussnote 3) der vorhergehenden Seite
Kündigungsmöglichkeiten aus, um angesichts des ... doch spürbar zurückgegangenen Kapitalmarktzinses den Gläubigern niedrigere Zinssätze vorzuschlagen". Bayerische Hypotheken- und Wechselbank München, GB 1961, S. 21.

1) Vgl. WESTFINANZ GB 1958, S.6.

2) So hat auch der Kapitalanlageausschuss des Lebensversicherungsverbandes den Standpunkt vertreten, dass man solche Wünsche individuell prüfen und behandeln müsse. Vgl. G.Müller, Die grosse Wende..., a.a.O., S.690.

3) W. Staehle, a.a.O., S.102.

4) W. Staehle, a.a.O., S. 102.

5) WESTFINANZ GB 1959, S. 4.

Manchmal muss auch den Interessen der Darlehensgeber dadurch Rechnung getragen werden, dass "beispielsweise die Zinssenkung mit dem Verzicht auf ein vertragliches Recht zur vorzeitigen Kündigung kompensiert"[1] wird.

Andererseits haben auch die Darlehensgläubiger, denen kein ordentliches Kündigungsrecht zusteht, die Möglichkeit, bei ihren Schuldnern um eine höhere Verzinsung nachzusuchen. Hierzu werden die Darlehensnehmer ebenfalls bereit sein; einmal, weil sie damit rechnen können, dass bei einem später sinkenden Kapitalmarktzins auch die Versicherungsgesellschaften sich entgegenkommend zeigen werden. Zum andern deshalb, weil sie sich dadurch ihren "Emissionskredit" bei den Versicherungsgesellschaften erhalten können. Hinzu kommt, dass ihnen bei einer Zinskonversion ausser der grösseren Zinsbelastung keine zusätzlichen Konversionskosten entstehen und dass bei Konsortialdarlehen eventuell nur ein Teil der Darlehensforderungen heraufkonvertiert werden muss.

Kommt der Darlehensnehmer einem Zinserhöhungswunsche nach, so wird ihm manchmal dafür das Recht zugestanden, unter Umständen seine Tilgungsraten zu verdoppeln.[2]

3. Indirekte Ertragssteigerung durch Kopplungsgeschäfte

Während die bisher genannten Vorzüge der Schuldscheindarlehensvergabe sich direkt auf die Rentabilität der Vermögensanlage auswirken, ergibt sich aus der Möglichkeit, mit der Darlehensgewährung sog. Kopplungs- oder Gegengeschäfte zu verbinden, ein indirekter Einfluss auf die Ertragslage der Versicherungsgesellschaft.

In Zeiten ausgeprägter Kapitalknappheit waren vereinzelt Versicherungsgesellschaften dazu übergegangen, Darlehen nur solchen Unternehmen zu gewähren, die bereit waren, grössere Versicherungsverträge -wie Gruppenlebensversicherungen für ihre Arbeiter und Angestellten oder Schaden- und Unfallversicherungen- abzuschliessen.[3]

1) WESTFINANZ GB 1958, S. 6.
2) K. Kleinschmidt, Vermögensanlage in Schuldscheindarlehen, a.a.O., S.95.
3) Dem Verfasser sind Fälle bekannt, bei denen die Darlehensgewährung deshalb scheiterte, weil die darlehenssuchenden Unternehmen keine Versicherungsverträge abschliessen wollten.

Haben die Darlehensnehmer Versicherungsverträge nur abgeschlossen, um Darlehen zu erhalten, so müssen die aus den Versicherungsabschlüssen sich ergebenden Erträge indirekt den Schuldscheindarlehen zugerechnet werden.[1]

Kopplungsgeschäfte sind nur bei Einzeldarlehen oder bei solchen Konsortialdarlehen möglich, an denen sich nur wenige Versicherungsgesellschaften beteiligen, und sofern sich Versicherungs- und Kapitalbedürfnis nicht begegnen- wohl auch nur dann, wenn es sich um einen Darlehensnehmer handelt, dessen Bonität vergleichsweise gering einzuschätzen ist oder dem keine anderen, günstigeren Finanzierungsmöglichkeiten offenstehen. Die Darlehensnehmer werden i.d.R. sich nur bei angespannter Kapitalmarktlage hierzu bereit finden.

So hat z.B. die Entspannung der Kapitalmarktlage im Verlauf des Jahres 1958 dazu geführt, "dass die sog. Kopplungsgeschäfte mehr und mehr zum Aussterben verurteilt"[2] waren.

Die aus Kopplungsgeschäften erzielbaren Mehrerträge sind oft nicht von langer Dauer. Es hat sich gezeigt, "dass diejenigen Versicherungsabschlüsse, die keinen echten wirtschaftlichen Bedürfnissen entsprochen haben, sich nicht als bestandsfest erweisen, und dass sie vielfach ... storniert werden".[3]

Teilweise kann die durch das Gegengeschäft erwartete Ertragssteigerung dadurch kompensiert werden, dass sich die Versicherungsgesellschaften bei der Darlehensgewährung mit vergleichsweise niedrigeren Zinssätzen begnügen müssen. So weist Fritz darauf hin, dass die grosse Knappheit am Kapitalmarkt dazu geführt habe, dass von seiten der Geldnehmer, die gleichzeitig Versicherungskunden waren, "häufig ein recht beträchtlicher Druck auf die Versicherungsunternehmen ausgeübt worden ist, wodurch der Wettbewerb ungünstig beeinflusst worden ist".[4] Er fordert deshalb, eine Verbindung von Darlehen mit Versicherungsverträgen solle möglichst vermieden werden.[5]

Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass Kopplungsgeschäfte nicht von Natur aus ungesund sein müssen. Solange sich Versicherungs-

---

1) Vgl. W. Staehle, a.a.O., S.170.
2) G. Müller, Die grosse Wende..., a.a.O., S.689.
3) G. Müller, Die grosse Wende..., a.a.O., S.689.
4) E. Fritz, a.a.O., S.19.
5) E. Fritz, a.a.O., S.19.

und Finanzierungsbedürfnis begegnen, ist gegen Kopplungsgegeschäfte nichts einzuwenden. "Dagegen muss man den Abschluss von Verträgen, die nur das Ziel haben, zu langfristigen Finanzierungsmitteln zu kommen, als unseriös verurteilen".[1)]

Gegen eine solche Verbindung spricht auch, dass bei derartigen "Gefälligkeitskrediten" möglicherweise zu sehr auf die Rentabilität geachtet wird. Dadurch können u.U. auch Darlehensnehmer zum Zuge kommen, deren Bonität zu wünschen übrig lässt.

Zwar hat die Aufsichtsbehörde schon versucht "Mißstände schwerer Art zu beseitigen, eine generelle Regelung ist bei der Vielgestaltigkeit der Verhältnisse, unter denen Kombinationen von Versicherungsverträgen und Darlehen zustande kommen können, (jedoch) kaum möglich".[2)]

4. Kosten der Darlehensgewährung und -verwaltung

Werden die bisher erörterten rentabilitätsmässigen Vorteile der Schuldscheindarlehen gegenüber den Industrieobligationen nicht durch vergleichsweise höhere Kosten der Darlehensvergabe und -verwaltung kompensiert?

Bei der Darlehensgewährung verursachen in der Regel die Kreditverhandlungen und die Kreditwürdigkeitsprüfung einmalige Kosten, die bei Industrieobligationen entfallen.[3)] Zwar werden Schuldscheindarlehen vorwiegend von Maklern vermittelt, die darauf achten, dass sie nur Schuldscheindarlehen einwandfreier Bonität anbieten, und die auch die Vorverhandlungen führen.
Die Versicherungsunternehmen können sich jedoch nicht nur auf die Zusage der Makler verlassen, sondern sind zu eigenen Prüfungen, die vielleicht weniger eingehend erfolgen, verpflichtet.

Wenn Reinboth meint, dass es sich bei Industrie-Schuldscheindarlehen "häufig auch um eine Kapitalanlage handelt, bei der Kreditverhandlungen und eingehende Kreditwürdigkeitsprüfungen entfallen"[4)], so trifft das nur für erstklassige Schuldner zu, die sich u.U. auf keine Verhandlungen einzulassen brauchen,

1) H. Wolf, Die Vermögensanlagen der Individualversicherung, in: Der langfristige Kredit, 7.Jg.(1956) 20.Folge, S. 332.
2) E. Fritz, a.a.O., S.19.
3) M.Frank, a.a.O., S.167, meint, dass diese Kosten beim Konsortialdarlehen vom Vermittler zu tragen sind.
4) H. Reinboth, a.a.O., S.106.

nicht jedoch für die sonstigen Schuldscheindarlehen.

Die Kosten, die bei der Darlehensgewährung entstehen, sind absolut gesehen sicher höher als beim Erwerb von Industrieobligationen. Sie fallen jedoch in anbetracht der verhältnismässig hohen Beträge und der grossen Stückelung der Schuldscheindarlehen pro Teilabtretung kaum ins Gewicht.[1)]

Während also bezüglich der einmaligen Kosten der Erwerb von Industrieobligationen weniger aufwendig als die Gewährung von Schuldscheindarlehen ist, erweist sich das Schuldscheindarlehen in der laufenden Verwaltung billiger. Zwar wird bei Wertpapieren immer hervorgehoben, dass sie sich durch die Einfachheit des Erwerbs und der Verwaltung auszeichnen.[2)] Im Vergleich zu den Schuldscheindarlehen erweist sich jedoch die Verwaltung der Wertpapiere als relativ teuer.

Bei grösseren Versicherungsunternehmen werden die Wertpapiere zumeist selbst verwahrt und in einer eigenen Tresorverwaltung zusammengefasst. Versicherungsunternehmen mit kleineren Wertpapieranlagen, überlassen diese oft einem Kreditinstitut zur Depotverwaltung.[3)], wofür sie entsprechende Gebühren zu entrichten haben. Verwalten sie ihre Wertpapiere selbst, so entstehen ihnen hieraus ebenfalls Kosten.[4)] Hinzu kommt, dass für die Verwaltung zum Teil hochqualifiziertes Personal eingesetzt werden muss.

Da Industrieobligationen nach dem Niederstwertprinzip bilanziert werden, müssen sie zudem zu den Bilanzstichtagen neu bewertet werden, was ebenfalls einen zusätzlichen Verwaltungsaufwand verursacht.

---

1) Vgl. M. Frank, a.a.O., S.167, H. Reinboth, a.a.O., S.106.
2) Vgl.z.B. J. Claren, a.a.O., S.51.
3) G. Müller, Vermögensanlage und Vermögensverwaltung, a.a.O., Sp. 5902.
4) K. Hammer, Verwahrungs- und Verwaltungsprobleme von Rentenwerten, in:Börsenzeitung Nr. 68 vom 5. April 1968, S.8, nennt folgende "Kosten" und Arbeitsgänge:"Tresorräume und Tresoreinrichtungen, Prüfung der Wertpapierurkunden bei der Einlieferung auf Echtheit und Übereinstimmung mit den Ankaufsbestätigungen, Überwachung der Zinstermine, Trennung der Zinscoupons, Sortierung und Einreichung bei den zuständigen Zahlstellen, Überwachung der Oppositionsliste, der Ankündigungen über Auslosungen und Tilgungen, die Anforderung neuer Zinsscheine, schliesslich die Auslieferung der Wertpapierurkunden bei Verkäufen, Auslosungen oder Tilgungen".

Demgegenüber beschränkt sich die Verwaltung der Schuldscheindarlehen auf die Kontrolle der fristgerechten Zins- und Tilgungsleistungen der Darlehensnehmer, soweit diese nicht von einem Treuhänder wahrgenommen wird.

Bei industriellen Schuldnern "kann allerdings aus einer eventuell notwendig werdenden gründlicheren Überwachung der geschäftlichen Entwicklung ... ein gewisser Ausgleich dieser Minderkosten resultieren".[1] Damit ist vor allem bei (nicht emissionsfähigen) kleinen und mittleren Industriebetrieben zu rechnen. Hierfür lassen sich jedoch die Versicherungsunternehmen zumeist durch einen entsprechend erhöhten Zinssatz entschädigen. Dagegen dürfte bei Schuldscheindarlehen emissionsfähiger Industrieunternehmen die laufende Überwachung kaum höhere Kosten verursachen als bei Industrieobligationen.

---

1) H. Reinboth, a.a.O., S.106.

III. Die Liquidität der Schuldscheindarlehen

1. Natürliche und künstliche Liquidität

Unsere Erörterung des anlagepolitischen Grundsatzes der Liquidität hat ergeben, dass die Zahlungsfähigkeit der Versicherungsgesellschaften auch durch die Liquiditätseigenschaft ihrer Vermögensanlagen bestimmt wird, d.h. durch die Eigenschaft der Anlageobjekte, mehr oder weniger schnell durch Zeitablauf (Selbstliquidationsperiode) zu Geld zu werden oder durch Verkauf oder Abtretung in Zahlungsmittel umgewandelt werden zu können.

Im folgenden soll untersucht werden, in welchem Maße Schuldscheindarlehen die Liquiditätseigenschaft zuerkannt werden kann, inwieweit sie sich hierin von Industrie-Obligationen unterscheiden und ob ihre Liquiditätseigenschaft den anlagepolitischen Erfordernissen der Versicherungsgesellschaften genügt. Im einzelnen ist darauf einzugehen, in welcher Frist Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen wieder zu Geld werden oder in Geld umgewandelt werden können und unter welchen Voraussetzungen eine vorzeitige Liquidisierung ohne Hinnahme grösserer Verluste nur möglich ist.

Bei unserer Analyse ist es zweckmässig, in Anlehnung an Stucken zwischen "echter" und "künstlicher" Liquidität der Anlageobjekte zu unterscheiden. Wir bezeichnen "mit dem Zusatz 'echt' diejenige Liquidität, die sich bei ausschliesslicher Berücksichtigung der einen Möglichkeit zur Umwandlung der Forderung in Geld ergibt, nämlich, dass der Gläubiger durch den Schuldner befriedigt wird; sprechen wir dagegen von 'künstlicher' Liquidität, so denken wir an die Liquidität, die sich im Zusammenhang mit der Möglichkeit des Verkaufs ... der Forderung ergibt".[1)]

1) R. Stucken, Liquidität der Banken, Schriften der Akademie für Deutsches Recht, Gruppe Wirtschaftswissenschaft, Nr.3, Berlin 1940, S.13.
Vielfach werden statt der Bezeichnung "echte" Liquidität auch die Termini "eigene" oder "natürliche" Liquidität gebraucht und für die Bezeichung "künstliche" Liquidität die Termini "abgeleitete" oder "Liquidierbarkeit in Gestalt von shiftability" (Verschiebbarkeit). Vgl. z.B. W. Stützel, Liquidität, a.a.O., S.622; H. Rittershausen, Die Zentralnotenbank, Ein Handbuch ihrer Instrumente, ihrer Politik und ihrer Theorie, Frankfurt am Main 1962, S.177.

2. Die natürliche Liquidität

Bei der natürlichen Liquidität der Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen, d.h. bei der Möglichkeit, dass deren Eigentümer durch den Darlehensschuldner bzw. den Emittenten befriedigt werden, müssen wir unterscheiden zwischen der planmäßigen Rückzahlung der Forderungstitel, die entsprechend den Tilgungsbestimmungen erfolgt, und der außerplanmäßigen Rückzahlung, die aufgrund von Kündigungsrechten oder freiwilligen Vereinbarungen vor Fälligkeit des Forderungsrechtes vorgenommen werden kann. Wenden wir uns zunächst der außerplanmäßigen Tilgung zu.

a) außerplanmäßige Rückzahlung

Bei ihr ist zu trennen in Forderungstitel mit ordentlichen Kündigungsrechten der Gläubiger und Schuldner und Forderungstitel ohne solche Kündigungsrechte.

Stehen dem Gläubiger ordentliche Kündigungsrechte zu, so vermag er seine Forderung dadurch zu Geld zu machen, dass er sie kündigt. Ein ordentliches Kündigungsrecht des Gläubigers finden wir- wie wir bereits dargetan haben- nur bei Schuldscheindarlehen und auch hier nur vereinzelt. Dagegen stehen den Obligationären in der Regel solche Rechte nicht zu.

Sein Kündigungsrecht kann der Darlehensgläubiger allerdings erst ausüben, wenn die Kündigungsausschlussfrist verstrichen ist. Kündigt er das Darlehen, so wird er den Gegenwert weiter erst nach Ablauf der Kündigungsfrist, die zumeist drei Monate beträgt, beanspruchen können.

Die Ausübung des Kündigungsrechts allein gibt jedoch noch keine Gewähr dafür, dass der Gläubiger auch den Gegenwert tatsächlich erhält. Es sind vielmehr Umstände denkbar, die ihn dazu bewegen können, sein Kündigungsrecht nicht oder noch nicht zu gebrauchen.

Ob er die Darlehensforderung in Geld umwandeln kann, richtet sich nach der wirtschaftlichen Lage des Schuldners. Dieser vermag das Darlehen nur dann vorzeitig zu tilgen, wenn er entweder über ausreichende freie Liquiditätsreserven oder über andere

Finanzierungsmöglichkeiten verfügt. Hat er für den Kündigungsfall, mit dem er ja grundsätzlich rechnen muss, keine ausreichende Liquiditätsvorsorge getroffen, so läuft er unter Umständen das Risiko, die zur Tilgung erforderlichen Mittel nur zu ungünstigeren Bedingungen beschaffen zu können als er die abgerufenen erhalten hat. Das kann z.B. dann eintreffen, wenn der Kapitalzins inzwischen gestiegen ist und das Finanzierungsklima sich verschlechtert hat.

Kann er gar den Tilgungsbedarf nicht durch die Aufnahme neuen Kapitals befriedigen, muss er "aus dem Vermögen' gedeckt werden, ohne dass im gleichen Maße bisheriger Vermögensbedarf wegfällt, so kommt es zur Gefährdung der künftigen Zahlungsfähigkeit, zu verringerter Ausnützung der leistungswirtschaftlichen Kapazität oder zu beidem, falls die Liquiditätsreserven ersatzlos angegriffen werden".[1] Möglicherweise ist die Unternehmung sogar gezwungen, auch nicht ohne weiteres liquidisierbare Vermögensgegenstände unter Hinnahme von Verlusten zu verkaufen. Handelt es sich dabei um Teile des betriebsnotwendigen Vermögens, so hemmen solche Verkäufe auch die Ausnützung leistungswirtschaftlicher Kapazität.[2]

Daraus folgt, dass der Darlehensgeber sein Kündigungsrecht nicht immer gebrauchen kann. Er wird dieses Recht dann nicht ausüben, wenn die Kündigung die Unternehmung und damit auch eventuell seine Darlehensforderung zu gefährden droht.

Bestehen versicherungsgeschäftliche Beziehungen zwischen Gläubiger und Schuldner, so mag auch die Rücksicht auf das Versicherungsgeschäft den Gläubiger von einer Kündigung abhalten.

Steht dem Gläubiger ein Kündigungsrecht nicht zu, so hat er bei eigenem Geldbedarf die Möglichkeit, bei dem Darlehensschuldner um eine vorzeitige Darlehensrückzahlung nachzusuchen. Hierzu kann der Darlehensnehmer bereit sein, weil er dadurch seinen Ruf als "guter Schuldner" verbessern und somit bei kunftigem eigenem Finanzierungsbedarf mit einer Bevorzugung durch die um eine vorzeitige Tilgung bittende Gläubigerin rechnen kann, wenn er mindestens die gleiche Bonität wie andere potentielle

1) K. Oettle, Unternehmerische Finanzpolitik, a.a.O., S.95.
2) K. Oettle, ebenda.

Darlehensnehmer aufweist und auch annähernd gleich günstige Konditionen zu bieten gewillt ist.

Er wird in eine vorzeitige Tilgung jedoch nur einwilligen, wenn er über ausreichende, nicht betriebsnotwendige Liquiditätsreserven oder über andere Finanzierungsmöglichkeiten verfügt. Im letzteren Falle nur, sofern er das neue Kapital zu den gleichen oder zu günstigeren Bedingungen beschaffen kann als das ursprünglich aufgenommene Darlehen. Er müsste andernfalls neben der Liquiditätsminderung noch eine Rentabilitätseinbuße hinnehmen.

Ob der Gläubiger seine Darlehensforderung vorzeitig liquidisieren kann, hängt somit nicht allein von der finanziellen Lage des Schuldners ab, sondern -falls diese ungünstig ist- auch von der allgemeinen Kapitalmarktsituation. Je mehr der Kapitalmarktzins den Zinssatz des Darlehens zum Zeitpunkt der Kündigung übersteigt, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein unkündbares Schuldscheindarlehen vorzeitig durch den Darlehensschuldner zurückgezahlt wird. Aus diesem Grunde kann der Darlehensgläubiger mit einer vorzeitigen Liquidisierung seiner Forderung nicht generell rechnen.

b) planmäßige Rückzahlung

Fehlt ein ordentliches Kündigungsrecht oder ist der Darlehensnehmer nicht imstande oder willens, das Darlehen vorzeitig zurückzuzahlen, so wird die Darlehensforderung nur entsprechend der vertraglich vereinbarten Laufzeit, d.h., da die Schuldscheindarlehen nach Ablauf der tilgungsfreien Jahre laufend zu tilgen sind, entsprechend der Staffel verschiedener Laufzeiten für Darlehensteilbeträge wieder zu Geld.

Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen werden planmäßig getilgt, wobei die Tilgung meistens in gleichen Jahresraten erfolgt. Als Tilgungsform wird die Ratentilgung der Annuitätentilgung vorgezogen, einmal, weil sie für die Finanzdispositionen der Beteiligten übersichtlicher ist, und nach Ansicht Staehles wohl auch, weil die "Ratentilgung eine ohne Schwierigkeiten berechenbare gleichmäßige Rückzahlung der aufgenommenen Mittel mit sich bringt".[1)]

1) W. Staehle, a.a.O., S.99.

Die Tilgung setzt bei Industrieobligationen und Schuldscheindarlehen in der Regel erst nach einigen Freijahren ein. Aber während sie bei Industrie-Obligationen erst nach fünf, manchmal sogar erst nach zehn Freijahren erfolgt, beginnt sie bei Schuldscheindarlehen oft schon nach zwei Freijahren.

Die Liquidisierung der Schuldscheindarlehen und Industrieobligationen erfolgt umso schneller, je kürzer ihre Gesamtlaufzeit vereinbart wurde. Die Laufzeit der Schuldscheindarlehen beträgt zumeist zwischen zehn und fünfzehn Jahre. Länger laufende Darlehen sind selten. Das BAV versagt ihnen die Deckungsstockfähigkeit. Es genehmigt sie nur ausnahmsweise und auch nur, wenn den "Gläubigern spätestens nach 15 Jahren ein Kündigungsrecht eingeräumt wird".[1)]

Demgegenüber weisen die gegenwärtig umlaufenden Industrie-Obligationen Laufzeiten von fünfzehn, zwanzig und fünfundzwanzig Jahren auf.[2)] Die Schuldscheindarlehen liquidisieren sich somit schneller als die Industrie-Obligationen.

Unterschiede zwischen ihnen bestehen auch hinsichtlich ihrer Tilgungsformen, die für die Finanzdispositionen der Darlehensgläubiger und Obligationäre wichtig sind.

Bei Schuldscheindarlehen wird jeweils genau festgelegt, zu welchen Zeitpunkten und in welcher Höhe der Schuldner seine Tilgungsraten zu leisten hat. Stehen den Schuldnern keine Kündigungsrechte zu oder machen sie davon keinen Gebrauch, so können die Gläubiger bei ihren Finanzdispositionen mit festen Terminen und mit genau fixierten Tilgungsbeträgen rechnen.

Hat der Darlehensschuldner das Recht, seine Tilgungsraten u.U. zu verdoppeln, dann ergibt sich dadurch zwar ein Unsicherheitsmoment für die Liquiditätsdispositionen der Gläubiger, gleichzeitig verkürzt sich jedoch auch die Gesamtlaufzeit des Darlehens, da die durch Tilgungsverstärkung geleisteten ausserordentlichen Kapitalrückzahlungen jeweils auf die zuletzt fälligen planmäßigen Tilgungsraten angerechnet werden. Außerplanmäßige

---

1) VerBAV GB 1959/60, S. 13.

2) Vgl. Linnhoff/Bornemann, a.a.O., Tabelle 1(im Anhang)"Die seit der Währungsreform begebenen Industrie-Anleihen" und Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Januar 1968, Tabelle 4. "Umlauf von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten", S.101, aus der zu ersehen ist, dass der überwiegende Teil der umlaufenden Industrie-Obligationen eine vereinbarte Laufzeit von zwanzig Jahren und mehr aufweist.

Tilgungszahlungen muß der Darlehensschuldner dem Gläubiger jedoch unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von zumeist drei Monaten ankündigen. Letzterer kann somit den erwarteten Mittelzufluß rechtzeitig in seine Finanzdisposition einbeziehen. Dies gilt auch für den Fall, dass der Darlehensschuldner das Darlehen oder Teilbeträge des Darlehens vorzeitig kündigt. Er muß dies dem Forderungsinhaber ebenfalls rechtzeitig mitteilen.

Industrie-Obligationen werden normalerweise durch planmäßige Auslosung getilgt. "Bei der Methode der Auslosung wird die Emission auf Grund der Numerierung der Stücke in Serien und Reihen eingeteilt, von denen je eine in einem Rückzahlungsjahr zur Tilgung ausgelost und aufgerufen wird".[1] Die Obligationäre können somit- anders als die Gläubiger der Schuldscheindarlehen- nicht von vornherein mit zeitlich und betragsmäßig feststehenden Zahlungseingängen rechnen. Sie riskieren vielmehr, dass Serien oder Reihen ihrer Industrie-Obligationen u.U. erst gegen Ende der Gesamtlaufzeit ausgelost werden. Dem steht andererseits auch die Chance einer schon nach Ablauf der tilgungsfreien Jahre erfolgenden Auslosung gegenüber. Diese dürfte vor allem bei einem vergleichsweise niedrigen Zinsniveau gegeben sein. Denn die Obligations-Schuldner sind vereinzelt berechtigt, die Tilgung der Anleihe durch Auslosung mehrerer Gruppen zu den planmäßigen Terminen oder durch freihändigen Rückkauf zu verstärken.

Dieses Recht werden sie ausüben einmal bei Vorhandensein eigener, nicht betriebsnotwendiger Liquiditätsreserven, zum andern -falls ein ausreichendes Kapitalangebot besteht- wenn der Nominalzins der von ihnen emittierten Obligationen den geltenden Kapitalmarktzins erheblich übersteigt und sie sich deshalb möglicherweise andere Finanzierungsmittel zu günstigeren Bedingungen beschaffen können.

Unsere Analyse der natürlichen Liquidität der Schuldscheindarlehen ergibt, dass Schuldscheindarlehen grundsätzlich nur allmählich, nämlich entsprechend den vertraglich vereinbarten Laufzeitstaffeln wieder zu Geld werden. Nur wenn den Gläubigern ordentliche Kündigungsrechte zustehen oder -falls das nicht der Fall ist- wenn sich der Schuldner entgegenkommenderweise

1) H. Rittershausen, Ind.Fin...., a.a.O., S.199.

zu einer vorzeitigen, außerplanmäßigen Tilgung bereit findet, sind Schuldscheindarlehen vor der vertraglich fixierten Fälligkeit liquidisierbar.

Eine Verflüssigung aufgrund ordentlicher Kündigungsrechte ist jedoch erst möglich, wenn keine Kündigungssperrfrist mehr besteht, und wenn die Kündigungsfrist abgelaufen ist. Infolgedessen genügt die natürliche Liquidität der Schuldscheindarlehen dann nicht den Anforderungen der Darlehensgläubiger, wenn diese mit kurzfristig auftretenden Zahlungsverpflichtungen rechnen müssen, die sie nur dadurch zu erfüllen vermögen, daß sie sich die erforderlichen Zahlungsmittel durch Verkauf von Anlagewerten beschaffen.

3. Die künstliche Liquidität

a) Die Verkehrsfähigkeit

aa) Beschränkung der Abtretbarkeit

Der Darlehensgläubiger kann sich seiner Bindung an den Schuldner auch entledigen, indem er seine Ansprüche aus dem Schuldscheindarlehen an einen Dritten veräussert. "Voraussetzung dieser Möglichkeit ist, daß die Abtretbarkeit seiner Forderung nicht ausgeschlossen ist".[1] Dieser Voraussetzung genügen nicht alle Schuldscheindarlehen.

Anders als die Industrie-Obligationen, die von vornherein dazu bestimmt sind, möglichst rasch und reibungslos gehandelt werden zu können, dürfen Schuldscheindarlehen nur vereinzelt abgetreten werden. Die erfolgte Abtretung muss dann lediglich dem Darlehensnehmer angezeigt werden, damit dieser seinen Schuldendienst ordnungsgemäß zu erfüllen vermag.

Bei zahlreichen Schuldscheindarlehen wird die Abtretung jedoch durch den Darlehensnehmer entweder untersagt, nur einmal zugelassen oder sie bedarf seiner vorherigen Zustimmung.[2]

1) K. Oettle, Unternehmerische Finanzpolitik, a.a.O., S.98.
2) Vgl. H. Reinboth, a.a.O., S.67; W. Staehle, a.a.O., S. 109. Die Abtretungsmöglichkeit der Schuldscheindarlehen wurde ursprünglich beschränkt, um die Kapitalverkehrsteuerpflicht der Teilschuldscheine zu umgehen, die durch das Gesetz zur Änderung

Als Grund für den Ausschluß der Abtretbarkeit führt Reinboth[1] an, er stelle für die schuldnerische Unternehmung das radikalste Mittel dar, "um durch häufigen Wechsel der Gläubiger entstehende wirtschaftliche und rechtliche Komplikationen der Zins- und Tilgungszahlungen zu vermeiden und (oder) um eine Abtretung an ihm nicht genehme Geldgeber zu verhindern". Der letztere Grund dürfte u.E. jedoch nur bei mit ordentlichen Kündigungsrechten des Darlehensgläubigers ausgestatteten Schuldscheindarlehen eine Rolle spielen. Reinboth[2] führt weiter aus, daß die Darlehensgeber den Ausschluß nur dann hinnähmen, wenn sie ihre Liquidität von vornherein für so gesichert ansähen, daß jede Notwendigkeit einer späteren Abtretung der Schuldscheinforderung ausscheide. Die Darlehensnehmer würden jedoch, um den Erfolg der Darlehensaufnahme nicht zu gefährden, in vielen Fällen die Abtretbarkeit zugestehen.

Ist die Abtretung ausgeschlossen oder nur einmal zugelassen,[3] so besteht für solche Darlehen keine oder nur eine beschränkte künstliche Liquidität. Beschränkt deshalb, weil der Zweiterwerber nur ungern eine Forderung übernehmen wird, die er bei eventuellen Liquiditätsschwierigkeiten nicht vorzeitig zu Geld machen kann.

Erfordert die Abtretung die vorherige Zustimmung des Darlehensschuldners, so ist bei plötzlich auftretendem Geldbedarf des Forderungsinhabers eine schnelle Verflüssigung nicht möglich.[4]

---

noch Fußnote von der vorhergehenden Seite
verkehrssteuerrechtlicher Vorschriften vom 25.5.1959 (BGBl.I S.261) eingeführt worden ist. Die Bestimmungen über die Einbeziehung der Schuldscheindarlehen in das Kapitalverkehrsteuergesetz wurden jedoch zu ungenau abgefaßt. Die Unternehmen konnten deshalb der Steuerpflicht entgehen, indem sie die Abtretungsmöglichkeit der Teildarlehen entweder beschränkten oder auf die Ausstellung von Teilschuldscheinen verzichteten und sie statt dessen durch Abtretungen von Ansprüchen aus dem Darlehensvertrag ersetzten. Durch das Gesetz zur Änderung und Ergänzung des Einkommensteuergesetzes, des Körperschaftsteuergesetzes und des Kapitalverkehrsteuergesetzes vom 27.3.1965 (BGBl.I S.147) ist die Wertpapiersteuer rückwirkend ab.1.1.1965 wieder abgeschafft worden.

1) H.Reinboth, a.a.O., S.63.

2) H.Reinboth, a.a.O., S.63.

3) Das ist üblich, wenn zunächst eine Bank als primärer Darlehensgeber fungiert, die von vornherein beabsichtigt, das Darlehen bei anderen Kapitalsammelstellen zu plazieren.

4) Unsere folgenden Ausführungen beziehen sich deshalb nur noch auf Schuldscheindarlehen, die ohne vorherige Genehmigung des Darlehensschuldners abtretbar sind.

bb) Fehlende Wertpapiereigenschaft

Die künstliche Liquidität der Schuldscheindarlehen hängt auch davon ab, inwieweit sie sich aufgrund ihrer Rechtsnatur für den Kapitalverkehr eignen.[1)]

Schuldscheindarlehen verbriefen ein individuelles Schuldverhältnis. Sie sind Beweisurkunden, durch welche die Beweislast vom Gläubiger auf den Schuldner übertragen wird. Der Gläubiger kann seine Forderung auch geltend machen, ohne den Schuldschein zu besitzen. Der Darlehenserwerber muß deshalb stets prüfen, ob dem bisherigen Inhaber des Schuldscheins die Forderung rechtmäßig zusteht.

Industrie-Obligationen sind dagegen Wertpapiere. Das Wertpapier ist Legitimationspapier. Nur der durch die Urkunde Legitimierte kann das Recht ausüben oder auf andere übertragen. Diese enge Verknüpfung des verbrieften Rechts mit dem Wertpapier erleichtert somit die Eigentumsübertragung.

Unterschiede bestehen auch in der Form der Eigentumsübertragung. Schuldscheindarlehen werden nach Schuldrecht durch Abtretung gem. § 398ff.BGB übertragen. Der Neuerwerber der Darlehensforderung muß sich von dem Schuldner alle Einreden entgegenhalten lassen, die dem Schuldner schon gegenuber dem bisherigen Gläubiger zugestanden haben (gem.§ 404 BGB). Hinzu kommt, dass die Übereignung durch das Zessionsverfahren vergleichsweise schwieriger und aufwendiger ist als bei Industrie-Obligationen.

Sie werden nach Sachenrecht gem.§ 929 BGB übertragen. Bei ihnen ist gutgläubiger Erwerb möglich. Da sie zumeist Inhaberpapiere sind, erfolgt die Eigentumsübertragung durch Einigung und Übergabe des Wertpapiers. Sie verbriefen kein individuelles Schuldverhältnis, sondern sind versachlicht und fungibel. Aufgrund ihrer serienmäßigen Ausstattung entspricht ein Stück derselben Serie genau dem anderen. Es kann ohne vorherige Prüfung sofort durch ein anderes ersetzt werden. Da die Marktpartner sich über die Beschaffenheit der Industrie-Obligationen im klaren sind, brauchen diese nicht selbst beim Handel vorhanden sein. Dem Angebot kann somit bei entsprechender Nachfrage sofort der Kaufabschluß folgen.[2)]

1) Vgl. auch unsere obigen Ausführungen S.7ff.
2) Vgl. H. Kasten, "Börsen", in:HDSW, Bd.2, Stuttgart/Tübingen/Göttingen 1959, S.361 und K.Mellerowicz, Kapitalverkehr, Wiesbaden 1950, S.33.

Demgegenüber sind Schuldscheindarlehen als Individualpapiere nicht fungibel. Sie weisen zumeist unterschiedliche Konditionen auf. Nur bei Konsortialdarlehen sind die Teildarlehen in der Regel mit einheitlichen Konditionen ausgestattet. Jedoch sind die vertraglichen Vereinbarungen nicht allgemein bekannt. Der potentielle Erwerber einer Darlehensforderung muß sich deshalb zunächst über die Vertragsbedingungen Klarheit verschaffen. Sind sie ungünstiger als die marktüblichen oder entsprechen sie nicht seinen anlagepolitischen Grundsätzen, so wird er von einem Erwerb absehen.

Wir kommen somit zu dem Ergebnis, daß das Schuldscheindarlehen aufgrund seiner rechtlichen Merkmale grundsätzlich für einen sicheren, schnellen und häufigen Gläubigerwechsel weniger geeignet ist als die Industrie-Obligation.

Für die Abtretungsmöglichkeit spielen weiter die Bonität und der Ruf des Darlehensnehmers eine Rolle, da die Sicherheit und die Liquidität in enger Beziehung stehen: "Was sicher ist, ist häufig nicht liquide, aber die Sicherheit einer Anlage ist der Liquidität vorgelagert, denn was unsicher ist, ist erst recht nicht liquide".[1)]

Darlehensforderungen und Industrieobligationen sind nur verkäuflich, wenn die Bonität des Schuldners bzw. des Emittenten zum Zeitpunkt des Erwerbs und während der ganzen Restlaufzeit als einwandfrei gilt. Ob die Bonität tatsächlich den Erwartungen entspricht, ist für die Verkaufsmöglichkeit unerheblich. Entscheidend ist vielmehr, dass die zu handelnden Titel bei den Kaufinteressenten als sicher gelten.

Die Bonität der Darlehensnehmer und Emittenten sollte weiter allgemein bekannt sein, so daß der mögliche Käufer auf eine eingehende Kreditwürdigkeitsprüfung verzichten kann, da andernfalls nicht mit einer schnellen Liquidierung zu rechnen ist. Kaufinteressenten werden schließlich "umso eher vorhanden sein, je besser der Ruf des ... Unternehmens als Kreditnehmer ist und je größerer Bekanntheit es sich erfreut".[2)]

---

1) K. Mellerowicz, Zur Liquidität der Banken, in: Sparkasse, Heft 7, 54.Jg.(1934), S. 129.
2) K. Oettle, Unternehmerische Finanzpolitik, a.a.O., S.98.

Treffen diese Voraussetzungen bei Industrie-Obligationen und Schuldscheindarlehen in gleicher Weise zu? Sie werden nur von den Industrie-Obligationen erfüllt.
Sie dürfen -wie bereits erwähnt- nur mit staatlicher Genehmigung in Verkehr gebracht werden. Erfolgreich plaziert können sie nur werden, wenn das emittierende Unternehmen allgemein bekannt ist und einen guten Ruf als Kreditnehmer genießt. Die Unterbringungsmöglichkeit wird dadurch gefördert, daß die Industrie-Obligationen an der Börse notiert werden. Zur Börsennotierung werden sie nur zugelassen, wenn sie bestimmten Bedingungen genügen. Sie müssen das sog. Zulassungsverfahren durchlaufen haben, in dessen Mittelpunkt der Zulassungsprospekt steht, der alle zur Beurteilung des Wertpapiers erforderlichen Angaben enthalten muß, insbesondere Angaben über das Unternehmen, seine Entwicklung in den letzten fünf Jahren und seine neueste Bilanz.[1)]

Die Börsennotierung bewirkt, daß sich jeder Interessent über den Marktwert der Industrie-Obligationen ständig auf dem laufenden halten und danach seine Dispositionen treffen kann, was bei den nicht börsenfähigen Schuldscheindarlehen ausgeschlossen ist.

Sofern es sich bei ihnen um öffentliche Darlehensschuldner, um öffentlich verbürgte Darlehen oder um Darlehen emissionsfähiger Unternehmen handelt, ist ihre Bonität im allgemeinen gut und auch weitgehend bekannt. Bei ihnen ist der Käufer somit

---

1) Vgl. Otto Hintner, Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961, S.96ff. Der Zulassungsantrag muß von der Zulassungsstelle in vollem Umfang im Bundesanzeiger und in einem sog. Pflichtblatt veröffentlicht werden und wird dadurch der Allgemeinheit zugängig gemacht. Diese Bestimmungen sollen den Käufer vor Wertpapieren schützen, die sich später als notleidend herausstellen. "Dieser Schutz ist jedoch insofern beschränkt, als die Zulassungsstellen im wesentlichen nur eine formale Prüfung ausüben. Eine materielle Prüfung über die Richtigkeit der Angaben des Ausgebers und über die Güte des Wertpapiers ist dagegen nicht möglich, so daß dem Erwerber von Effekten ein gewißes Risiko nicht abgenommen werden kann". H.Kasten, Börsen, a.a.O., S.363f. Die Gefahr unrichtiger Angaben wird allerdings dadurch eingeschränkt, daß Emittent und das die Börseneinführung beantragende Kreditinstitut aus ihren Unterschriften für alle unrichtigen Prospektangaben haften.

einer eingehenden Kreditwürdigkeitsprüfung enthoben. Demgegenüber ist der Ruf und die Bonität kleinerer Industrie-Unternehmen grundsätzlich nur einem kleinen, zumeist regional beschränkten Kreis bekannt. Da ihre Darlehen -wie bereits dargetan- zudem mit vergleichsweise grösseren Risiken behaftet sind, scheut der mögliche Erwerber vor einem Ankauf oft zurück oder er ist hierzu erst nach einer eingehenden und Zeit kostenden Prüfung bereit. Solche Darlehen sind deshalb schwerer liquidisierbar als Industrie-Obligationen. Ist die Sicherheit der Schuldscheindarlehen gar zweifelhaft, so sind sie praktisch unverkäuflich, denn die Liquidität einer Forderung folgt ihrer Bonität![1)]

Kein Investor wird bereit sein, solche Darlehensforderungen -selbst bei Gewährung einer Risikoprämie in Form eines höheren Disagios- zu übernehmen. Er will und kann das Risiko, daß sich die zweifelhafte Bonität des Schuldners während der Darlehenslaufzeit noch mehr verschlechtert oder sich als noch schlechter erweist, als er beim Erwerb angenommen hat, wegen der Verlustgefahren nicht tragen.

Hinzu kommt, daß das BAV solche Objekte auch nicht als Deckungsstockanlage zuließe, so daß sie nur für das freie Vermögen erworben werden könnten.

---

1) Diesen Sachverhalt betont auch Albert Hahn, der über die Liquidität der Debitoren einer Bank ausführt: "Wenn eine Bank einen guten, selbst langfristigen Debitor hat, so wird ihn wahrscheinlich eine andere Bank sehr gerne übernehmen. Ist der Debitor nicht gut, wird die Bank Schwierigkeiten haben, ihn zu veräußern, auch wenn die formale Fristigkeit kurz ist und auch wenn es sich um einen sogenannten Betriebskredit handelt, der sich selbst zu liquidieren scheint". A. Hahn, Diskussionsbeitrag, in: Bankkredit und langfristige Investitionen, herausg. von Adolf Weber, Berlin 1954, S. 88.

b) Der begrenzte Käuferkreis

Schuldscheindarlehen sind natürlich nur vorzeitig liquidierbar, wenn im Zeitpunkt der Verkaufsabsicht sich ein Kaufinteressent findet. Damit ist desto eher zu rechnen, je größer der Kreis möglicher Erwerber und je größer deren Aufnahmewilligkeit und -fähigkeit ist.

Hinsichtlich des Kreises möglicher Käufer bestehen jedoch zwischen Industrie-Obligationen und Schuldscheindarlehen erhebliche Unterschiede. Beide können zwar grundsätzlich von individuellen Kapitalanlegern -wie privaten Haushalten und Unternehmen- als auch von institutionellen Kapitalanlegern -wie Kapitalsammelstellen[1] und Kreditbanken- erworben werden. Allerdings nur, wenn diese über anlagefähige Mittel verfügen, die eine bestimmte Größenordnung erreichen, und wenn dem Erwerb nicht anlagepolitische Erwägungen und/oder gesetzliche, aufsichtsbehördliche oder statuarische Bestimmungen entgegenstehen.

Die Forderung, daß die anlagefähigen Mittel einen bestimmten Mindestbetrag erreichen müssen, engt den Kreis möglicher Darlehenserwerber gegenüber dem potentieller Obligationenkäufer ein. Denn Industrie-Obligationen sind schon in Nominalbeträgen ab hundert DM erhältlich. Dagegen beträgt der Mindestbetrag bei Darlehensforderungen in der Regel hunderttausend DM. Zwar werden bisweilen auch Teilforderungen ab fünfzigtausend DM abgegeben. Diese Fälle sind jedoch selten.

1) Zu den Kapitalsammelstellen i.w.S. zählen alle Institutionen, die sich die Aufgabe stellen, Mittel anzusammeln, die zwar im Eigentum des Einlegers bleiben, aber zwischenzeitlich für die allgemeine volkswirtschaftliche Disposition einsetzbar sind. Folgte man dieser Begriffsbestimmung, so zählten sämtliche Kreditinstitute und auch die Versicherungsunternehmen zu den Kapitalsammelstellen. Wir wollen darunter jedoch nur die großen Becken verstehen, in die Ersparnisse fließen. Das sind in erster Linie die öffentlichen und privaten Versicherungen, die Bundesanstalt für Arbeitsvermittlung und Arbeitslosenfürsorge, die Bundesanstalt für Angestellten- und Invalidenversicherung und die Sparkassen. (Vgl. Stichwort "Kapitalsammelstellen" in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Bd. 2, a.a.O., S.988). Da der Sozialversicherung i.w.S. wie schon dargetan, "eine Unterstützung der rein privaten Investitionstätigkeit -etwa durch den Ankauf von Industrieobligationen oder durch Hergabe von Direktdarlehen ... nach den geltenden Bestimmungen ... praktisch nicht möglich ist" (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 1959, S. 23), können sie bei unseren Erörterungen, die sich vorwiegend mit industriellen Schuldscheindarlehen befassen, außer Betracht bleiben.

Eine zweite Begrenzung des Erwerberkreises folgt aus der vergleichsweise höheren Mobilität der Industrie-Obligationen gegenüber den Schuldscheindarlehen. Sie bewirkt, daß Kapitalanleger auch solche Mittel in Industrieobligationen zu investieren vermögen, über die sie nur vorübergehend frei disponieren können. Solche Mittel können nicht in Schuldscheinforderungen investiert werden.

Durch den zeitweiligen Erwerb von Industrie-Obligationen ist es den Anlegern möglich, einen kurz- bis mittelfristigen Liquiditäts- und Rentabilitätsausgleich zu erzielen.

Sind Schuldscheindarlehen für individuelle Kapitalanleger geeignet?

aa) Individuelle Kapitalanleger

Wegen der hohen Mindestbeträge der Darlehensforderungen scheiden die privaten Haushalte als Nachfrager nach Schuldscheindarlehen zumeist aus. Aber selbst wenn sie über freie Mittel in der gefragten Größenordnung verfügten, stünden sie auch wegen der geringen Markttransparenz und wegen der geringen Mobilität einem etwaigen Erwerb ablehnend gegenüber. Wie wir schon erwähnten ist zwar auf dem Darlehensmarkt eine gewisse Markttransparenz gegeben, sie hat jedoch ihre Eigenheiten. Praktisch sind nur die Kapitalsammelstellen und die Makler bzw. die vermittelnden Kreditbanken über das Marktgeschehen einigermaßen unterrichtet. Ein privater Anleger könnte nur schwer feststellen, ob die ihm angebotenen Darlehensforderung den marktüblichen Bedingungen entspricht. Er liefe das Risiko, daß er u.U. übervorteilt würde. Hinzu kommt, daß er die Sicherheit industrieller Schuldscheindarlehen nicht richtig beurteilen könnte.

Gleiches gilt auch für einen Erwerb der Darlehensforderungen durch industrielle Unternehmen. Verfügen sie über nicht betriebsnotwendige Kassenmittel, so pflegen sie teilweise festverzinsliche Wertpapiere zum Zwecke des Liquiditäts- und Rentabilitätsausgleichs zu erwerben. Da es sich hierbei nur um vorübergehend frei verfügbare Mittel handelt, auf welche die Unternehmen bei eigenem Geldbedarf wieder zurückgreifen können müssen, scheiden

Schuldscheinforderungen wegen ihrer geringen Mobilität als hierfür geeignete Anlageobjekte weitgehend aus. Damit reduziert sich der Kreis möglicher Darlehenserwerber auf die Kapitalsammelstellen und die Kreditinstitute.

bb) Kapitalsammelstellen

Während bei den Kapitalsammelstellen die Individualversicherungsunternehmen -wie schon gezeigt- im Rahmen der durch die gesetzlichen, aufsichtsbehördlichen und satzungsmäßigen Vorschriften gezogenen Grenzen grundsätzlich sowohl Industrie-Obligationen als auch Schuldscheindarlehen erwerben können, wobei sie je nach der Art ihres Versicherungsgeschäfts mehr oder weniger stark auf die Liquidität ihrer Anlageobjekte achten müssen, ist den Sparkassen der Erwerb von Industrie-Obligationen nur beschränkt möglich und der von Darlehensforderungen[1] praktisch verschlossen, und zwar nicht so sehr wegen liquiditätspolitischer Bedenken als vielmehr mit Rücksicht auf die Sicherheit ihrer Spareinlagen und wegen der auch dieser Sicherheit dienenden Vorschriften der Mustersatzungen.

Unter den Einlagen bei den Sparkassen dominieren die Spareinlagen. Sie können grundsätzlich langfristig "ausgeliehen" werden, auch wenn sie bei formeller Betrachtung insofern kurzfristigen Charakter haben können, als "von Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist .. ohne Kündigung bis zu eintausend Deutsche Mark für jedes Sparkonto innerhalb von dreissig Zinstagen zurückgefordert werden" (§22KWG) können, während bei größeren Beträgen mindestens eine gesetzliche Kündigungsfrist von drei Monaten eingehalten werden muß (§22 KWG).
Spareinlagen dienen "der Ansammlung oder Anlage von Vermögen" und dürfen nicht "zur Verwendung im Geschäftsbetrieb oder für den Zahlungsverkehr bestimmt sein" (§ 21 Abs.2 KWG). Sie sind also vom Gesetzgeber als Daueranlage gemeint. Hinzu kommt, dass normalerweise der Block der Spareinlagen keinen allzugrossen Schwankungen unterliegt, da sich die Ein- und Auszahlungen zumeist die Waage halten.

1) soweit es sich hierbei um industrielle Schuldner handelt.

Während somit unter Liquiditätsgesichtspunkten den Sparkassen der Erwerb langfristiger Darlehensforderungen grundsätzlich möglich ist, sprechen Sicherheitserwägungen zumindest gegen die Übernahme riskanter Darlehensforderungen.

Die Einlagen bei Sparkassen gelten als mündelsicher. Um ihre Mündelsicherheit zu gewährleisten, wird die den Sparkassen mögliche Geschäftspolitik aufgrund der Vorschriften der Mustersatzungen, die für den Bereich der einzelnen Länder erlassen werden, besonders eingeengt.[1)]

Für den Erwerb von Schuldscheinforderungen gelten je nachdem, ob es sich um öffentliche und mit öffentlicher Garantie versehene oder um industrielle Darlehensforderungen handelt , unterschiedliche Bestimmungen.

Industrielle Schuldscheindarlehen rechnen zu den sog. gesicherten Personalkrediten. Ihr Erwerb ist nur in engen Grenzen erlaubt: § 9 der Sparkassenanlageverordnung beschränkt die Kreditgewährung an einen einzelnen Kreditnehmer auf ein Prozent der Einlagen. Personalkredite dürfen zudem in der Regel nur an solche Personen gegeben werden, die im Geschäftsbereich der Sparkasse ihre gewerbliche Niederlassung oder ihren Wohnsitz haben (§ 4 der Sparkassenanlageverordnung). Diese Vorschriften bewirken, daß Sparkassen praktisch als Erwerber industrieller Darlehensforderungen ausscheiden. Dagegen ist ihnen die Übernahme von Darlehensforderungen öffentlicher Schuldner eher möglich. Sie dürfen höchstens "bis zu 15 vom Hundert der Summe der Einlagen, der Gegenwerte der ausgegebenen Sparkassenbriefe sowie der nicht bei Kreditinstituten aufgenommenen Gelder und langfristigen Darlehen"(§ 11 Abs.4 der Sparkassenanlageverordnung) ausmachen.

Industrie-Obligationen darf die Sparkasse nur erwerben, wenn diese von der obersten Rechtsaufsichtsbehörde für geeignet erklärt worden sind (§13 der Sparkassenanlageverordnung).

Unseren Ausführungen liegt die Verordnung des Innenministeriums über die Anlage der Mittel der Sparkassen (Sparkassenanlageverordnung) vom 2. Januar 1968 (Ges.Bl. Nr. 1/1968 S.5), die für die Sparkassen in Baden-Württemberg maßgebend ist, zugrunde.

cc) Kreditbanken

Welche Bedeutung kommt den Kreditbanken als möglichen Käufern von Darlehensforderungen zu? [1]

Die Kreditbanken stehen einem Erwerb langfristiger Darlehensforderungen -sei es als Ersatzanlage, sei es als Daueranlage- grundsätzlich reserviert gegenüber.

Hierfür sind neben gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften auch betriebswirtschaftliche Überlegungen -wie Sicherheits-, Liquiditäts- und Rentabilitätserwägungen- maßgebend. Sicherheitserwägungen treten allerdings in den Hintergrund, so es sich um praktisch risikolose Darlehen erstklassiger Schuldner handelt, wie sie z.B. die Darlehen öffentlicher Kreditnehmer darstellen.

Schuldscheindarlehen industrieller Schuldner sind- wie bereits dargetan- mit erheblichen Risiken behaftet, die von den Kreditbanken nicht übernommen werden können. Ihr in den Bilanzen ausgewiesenes Eigenkapital beträgt zumeist nur rund 5 vH ihrer Bilanzsumme.[2] Da das Einlagengeschäft weitgehend auf dem Vertrauen der Einleger in die Solidität der Banken basiert, müssen diese von vornherein riskante Aktivgeschäfte meiden. Sie laufen sonst Gefahr, daß Verluste aus der Kreditgewährung nicht mehr - wie es sonst bei den Banken üblich ist - zu Lasten der Erträge oder durch Auflösen stiller Reserven abgebucht werden können, sondern offen ausgewiesen werden müssen. Hierdurch kann das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der Bank erschüttert werden.

Sicherheitserwägungen sprechen vor allem gegen einen dauerhaften Erwerb von Darlehensforderungen, jedoch weniger gegen eine befristete Übernahme, wie sie z.B. im Rahmen von Pensionsgeschäften üblich ist, da die Bonität eines Darlehensschuldners für einen kurzfristigen Zeitraum einigermaßen richtig eingeschätzt werden kann.

Ob eine Kreditbank Darlehensforderungen übernehmen kann, hängt auch von ihrer Liquiditätslage ab bzw. davon, inwieweit die

1) Kreditbanken sind im Sinne der Banken-Statistik der Deutschen Bundesbank die Großbanken und ihre Berliner Tochterinstitute, Staats-, Regional- und Lokalbanken, Privatbankiers und Spezial-, Haus- und Branchebanken.

2) Ihr tatsächliches Eigenkapital dürfte jedoch ein Vielfaches hiervon betragen, da die Banken über große stille Reserven verfügen.

Übernahme von Darlehensforderungen ihre Liquiditätslage tangiert.

Die Liquiditätswirkung bestimmt sich einmal danach, ob der Inhaber der Forderung Kunde der übernehmenden Bank ist oder nicht, und weiter, ob die Bank über ein umfassendes Filialnetz verfügt oder ob es sich nur um eine kleine isolierte Bank handelt.[1)]

Während die Großbanken und die großen Regionalbanken Darlehensforderungen von eigenen Kunden grundsätzlich erwerben können, ohne daß dadurch ihre Liquidität nennenswert beeinträchtigt wird, müssen die kleineren Banken bei einem Forderungserwerb mit Zentralbankgeldabflüssen rechnen, und zwar entweder weil der Verkäufer der Forderung nicht Bankkunde ist oder weil seine Kontoverfügungen - da bei ihnen ein interner Ausgleich durch bloße Buchgeldbewegung nur selten möglich ist - früher oder später zu Zentralbankgeldverlusten führen werden. Sie vermögen deshalb Schuldscheinforderungen nur zu übernehmen, wenn sie über genügend freie Liquiditätsreserven verfügen.

1) Übernimmt z.B. eine Großbank eine Darlehensforderung von einem ihrer Einleger, so schreibt sie ihm den Gegenwert auf seinem Konto gut. Es entsteht eine Einlage. Die Bankbilanz verlängert sich, da gleichzeitig die Darlehensforderung unter den langfristigen Ausleihungen zu verbuchen ist. Die Liquidität der Bank wird durch diesen Vorgang -wenn wir einmal von der Mindestreservepflicht für die Einlage (gem. § 16 BBK-Gesetz) absehen- zunächst nicht berührt.
Verfügt der Verkäufer über sein Guthaben, so kann die Großbank damit rechnen, dass ein Großteil des verfügten Betrages an Begünstigte geht, die ebenfalls ein Konto bei ihr unterhalten. Sie vermag dann den Zahlungsauftrag ihres Einlegers durch blosse Kontenübertragung zu erfüllen. Dieser Vorgang ist ebenfalls liquiditätsneutral. Es wird nur Buchgeld bewegt.
Ihre Liquiditätslage wird dagegen beeinträchtigt, wenn nur ein Teil der Zahlungsempfänger ein Konto bei der Bank unterhält oder unterhalten will oder wenn der Verkaufer der Forderung auf Auszahlung des Gegenwertes besteht, wenn sie also ihre Einlage an andere Banken verliert. Denn die "Verlagerung der Einlagen zu anderen Stellen des Kreditapparates muß von den Kreditinstituten regelmäßig dadurch vollzogen werden, daß sie dem abwandernden Gläubiger (gleichviel ob er 'bare' Auszahlung oder Überweisung an ein anderes Kreditinstitut fordert) den gesamten in Frage stehenden Betrag in Reichsbankgeld zur Verfügung stellen" O. Pfleiderer, Die Mechanik des Kreditvolumens, in: Bankwirtschaft, Nr. 13, 1943, S. 267. Dann ergibt sich für die Bank ein Liquiditätsproblem, da sie die Zahlungen in Zentralbankgeld erfüllen muß, d.h. in einem Gelde, das sie nicht selbst schaffen kann. Das ist auch der Fall, wenn der Verkäufer der Forderung nicht Kunde der Bank ist, sie ihm den Gegenwert also in bar oder auf einem Konto bei anderen Banken anschaffen muß.

Gegen den Erwerb langfristiger Darlehensforderungen durch kleinere Banken spricht auch, daß sie sich bei ihren Aktivgeschäften weitgehend an die Goldene Bankregel halten müssen.[1] Ein Blick auf die Passivseite der Bankbilanzen zeigt, daß der überwiegende Teil der Passiva aus Einlagen besteht, die teilweise sofort (z.B. die Sichteinlagen) und teilweise unter Einhaltung einer Kündigungsfrist oder nach Ablauf einer Festlegungsfrist abgerufen werden können.

Aus diesem Grunde müssen die kleineren Banken darauf achten, sich in ihren Aktivgeschäften nicht zu lang zu binden. Starke Einlagenabzüge und sich daraus ergebende Verluste an Zentralbankguthaben können bewirken, daß sie sich die fehlenden Zahlungsmittel, wenn ihre liquiden Aktiva zur Neige gehen, durch Einschränkung ihres Kreditvolumens beschaffen müssen. Dies ist bei formell kurzfristigen Krediten eher möglich als bei langfristigen Darlehensforderungen.[2]

1) Die Goldene Bankregel wurde erstmals von Otto Hübner aufgestellt: "Der Kredit, welchen eine Bank geben kann, ohne Gefahr zu laufen, ihre Verbindlichkeiten nicht erfüllen zu können, muß nicht nur im Betrage, sondern auch in der Qualität dem Kredite entsprechen, welchen sie genießt". Hübner, Die Banken, Leipzig 1854, S.28. Hübner kommt zu dem Ergebnis, daß täglich fälligen fremden Geldern nur Aktivgeschäfte mit täglicher Fälligkeit der gewährten Kredite gegenüberstehen dürfen. Diese Regel ist im Prinzip für kleine Banken nach wie vor gültig, wenn auch in weniger strenger Form. Die Erfahrung hat gezeigt, daß es nicht auf die formellen Fälligkeiten der Aktiva und Passiva ankommt, sondern auf die tatsächliche Entwicklung der gesamten Einlagen. Auch bei den Sichteinlagen verbleibt den Banken ein sog. Bodensatz, der sich daraus ergibt, daß sich ihre Zu- und Abgänge einigermaßen ausgleichen. Diesen Bodensatz, der mit zunehmendem Einlagevolumen steigt, kann längerfristig „angelegt" werden. (sog. Fristentransformation der Banken).

2) Die formell kurzfristigen Kredite der Banken sind zumeist materiell langfristig. "Sie sind in starkem Maße ... 'Beteiligungskredite', d.h. sie sind wie echte Beteiligungen nur rückzahlbar, wenn das Unternehmen ganz oder teilweise liquidiert wird oder wenn eine Umbeleihung stattfindet..." Ernst Walb, Die Stellung der Banken im Kapitalmarkt und die Wandlung in Theorie und Praxis der Anlagepolitik (international betrachtet), in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 28.Jg. (1934), S.573. Zwar gelten auch die sog. Umschlagskredite als materiell kurzfristig, weil in Pausen immer wieder eine Rückzahlung erfolgt. Tatsächlich haben sie jedoch einen langfristigen Charakter. "Denn sowohl Kredite für Waren und Rohstoffe als auch solche für Lohnzwecke werden ja immer wieder benötigt, wenn die Unternehmung fortgeführt werden soll. Sie sind somit Dauerkredite mit der Besonderheit des Revolvierens". Walb, ebenda.

Demgegenüber können die Filialbanken damit rechnen, daß ein Großteil ihrer Einlagen ihnen langfristig verbleibt. Dies gilt auch für ihre Sichteinlagen. "Da Zu- und Abgänge sich zwar nicht auf dem einzelnen Konto in vollem Umfang, wohl aber insgesamt und im grossen und ganzen ausgleichen, gehört der Block dieser Guthaben ... zu den zwar theoretisch täglich kündbaren, de facto aber dem Kreditinstitut auf unabsehbar lange Zeit belassenen Geldern".[1] Dies gilt allerdings nur für Einlagen von Nichtbanken. Einlagen von Banken, die diese bei anderen unterhalten, um damit ihre Zahlungsfähigkeit zu sichern, dürfen von den Einlagen entgegennehmenden Banken, die praktisch als Liquiditätszentrale fungieren, nur sehr kurzfristig "angelegt" werden.

Neben Sicherheits- und Liquiditätserwägungen sprechen auch Rentabilitätsgesichtspunkte gegen einen langfristigen Erwerb von Darlehensforderungen.
Die Gewährung kurzfristiger Bankkredite erbringt im allgemeinen mindestens den gleichen Ertrag wie langfristige Darlehensforderungen.[2] Hinzu kommt, daß die Kreditgewährung der Bank den Vorteil bietet, den Kunden stärker an sich binden zu können als dies durch die Übernahme einer Teilforderung eines Nichtbankkunden möglich ist. Die enge Bindung des Kreditnehmers an die Bank eröffnet ihr die Möglichkeit, mit ihm weitere Bankgeschäfte tätigen zu können. Schließlich vermag die Bank das Geschäftsgebaren ihres Kreditnehmers besser zu überwachen, wodurch sie Verluste eher vermeiden kann.

Unsere bisherige Analyse hat ergeben, daß die Kreditbanken einem Erwerb von Darlehensforderungen prinzipiell ablehnend gegenüberstehen und statt seiner die kurzfristige Kreditgewährung bevorzugen. Sie versuchen zwar -unter Beachtung der bankpolitischen Grundsätze- ihren Kreditspielraum, der vor allem durch ihre Überschußreserve bestimmt wird, möglichst optimal auszunutzen, da das Halten nicht betriebsnotwendiger freier Mittel, die nur niedrig verzinslich sind, gewinnmindernd wirkt.

1) H. Hohlfeld, Die Systematik des Kreditmarkts, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, NF, 7. Jg. (1955), Heft 1, S. 24.

2) So schwankten z.B. die Kosten für Gelddarlehen "im Rahmen des Kreditvertrags" in den Jahren 1948 bis 1967 zwischen 7,5 und 10,5 Prozent p.a. und die Kosten für Kontoüberziehungen zwischen 8,75 und 12% p.a. (Vgl. Tabelle "Entwicklung der Höchstsätze für Soll- und Habenzinsen von der Währungsreform bis 31. März 1967", in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Mai 1967, S. 96), während die Rendite der Schuldscheindarlehen im selben Zeitraum höchstens 10% erreichte.

Sie vermögen jedoch nur soviel Kredit zu gewähren wie bei ihnen nachgefragt wird. Bei mangelnder oder ungeeigneter Kreditnachfrage sind sie außerstande, ihre freien Mittel im gewünschten Umfang im Kreditgeschäft unterzubringen. Dann sind sie zu Ersatzanlagen gezwungen. Ersatzanlagen dienen zum Ausgleich mittel- und längerfristiger Liquiditätsschwankungen, die vor allem aufgrund konjunktureller Veränderungen im Kreditgeschäft auftreten. Dagegen kommt den sog. Sekundärreserven (Geldmarktpapiere, Handelswechsel etc.), die kurzfristige Liquiditätsschwankungen ausgleichen sollen, die Aufgabe zu, im Bedarfsfalle die jederzeitige Beschaffung von Zentralbankgeld zu ermöglichen. Die Sekundärreserve währt also nur solange, bis eine negative Liquiditätsentwicklung zu ihrer Auflösung zwingt.

Da die Banken auf ihre Ersatzanlagen meistens erst zurückgreifen werden, wenn sie ihre übrigen Refinanzierungsmöglichkeiten ausgeschöpft haben, wie sie ja auch ihre Überschussreserven erst dann in Ersatzanlagen investieren, wenn ihre Sekundärreserven einen bestimmten Umfang erreicht haben, dienen die Ersatzanlagen mehr dem mittelfristigen Liquiditätsausgleich. Trotzdem können die Banken von dem Erfordernis der jederzeitigen Liquidierbarkeit der Ersatzanlagen nicht absehen. Sie sollen in definitive Anlagen umgewandelt werden können, wenn sich solche anbieten. Jederzeit liquidierbar sind jedoch nur die Industrie-Obligationen, nicht aber die Schuldscheindarlehen.[1)]

Die Industrie-Obligationen weisen gegenüber den Schuldscheindarlehen auch den Vorteil auf, dass sie eine bessere Bilanzoptik ermöglichen. Industrie-Obligationen werden unter der Position "Anleihen und Schuldverschreibungen"[2)] ausgewiesen und zwar in der Unterposition "sonstige". Demgegenüber sind

---

1) Es muß allerdings angemerkt werden, daß die jederzeitige Mobilisierung der Industrie-Obligationen einen breiten und aufnahmefähigen Zirkulationsmarkt voraussetzt. Ist das nicht der Fall und ist nicht nur eine einzelne Bank, sondern die Mehrzahl der Banken zur Liquidierung ihrer Wertpapierbestande gezwungen, so besteht aufgrund des gehäuften Wertpapierangebots die Gefahr von Kursverlusten. Die Banken ziehen jedoch den Kauf von Industrie-Obligationen der Übernahme von Darlehensforderungen auch deshalb vor, weil erstere bei der Deutschen Bundesbank lombardiert werden können.

2) Verordnung über Formblätter für die Gliederung des Jahresabschlusses von Kreditinstituten vom 20.Dezember 1967 (BGBl.I Jahrgang 1967, S. 1304).

Schuldscheinforderungen als "Forderungen an Kunden mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist von a) weniger als vier Jahren (oder;HJ) b) vier Jahren oder länger"[1] zu bilanzieren.

Inwieweit wirken sich nun gesetzliche und aufsichtsbehördliche Vorschriften hemmend auf den Erwerb von Industrie-Obligationen und Schuldscheinforderungen durch Kreditbanken aus?

An gesetzlichen Vorschriften sind vor allem die Bestimmungen des am 1.Januar 1962 in Kraft getretenen, novellierten Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) vom 10.Juli 1961 (BGBl.I S.881)[2], insbesondere die §§ 13 und 14 zu nennen. Von den aufsichtsbehördlichen Vorschriften interessieren hier nur die vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen gem. § 10 Abs. 1 Satz 3 und § 11 Satz 3 KWG am 8.März 1962 aufgestellten und am 20.Januar 1969 geänderten "Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute", nach denen es für den Regelfall beurteilen wird, ob die Ausstattung der Kreditinstitute mit haftendem Eigenkapital "im Interesse der Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern, insbesondere zur Sicherheit der ihnen anvertrauten Vermögenswerte", als angemessen bezeichnet werden kann und ob die Kreditinstitute ihre Mittel so angelegt haben, "daß jederzeit eine ausreichende Zahlungsbereitschaft gewährleistet ist".[3]

Schuldscheinforderungen zählen zu den Krediten im Sinne der §§ 13 und 14 KWG. Die Banken müssen deshalb bei einem Forderungserwerb diese Vorschriften beachten, nicht jedoch beim Kauf von Industrie-Obligationen.

Übersteigen die von den Banken erworbenen Darlehensforderungen allein oder zusammen mit anderen von der Bank dem Darlehensschuldner gewährten Krediten 15 vH des haftenden Eigenkapitals der Bank, so zählen sie zu den sog. Großkrediten. Sie sind nach § 13 Abs. 1 KWG unverzüglich der Deutschen Bundesbank anzuzeigen, die die Anzeigen mit ihrer Stellungnahme an das Bundesaufsichtsamt weiterleitet.

1)Verordnung über Formblätter... S. 1304.
2)Damit wurde das KWG von 1934 in der zuletzt gültigen Fassung vom 25. September 1939 (RGBl.I S. 1955) aufgehoben.
3)Über die allgemeine Bedeutung der Grundsätze: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 1962, S. 3ff. und März 1969,S.37ff.

Die Höhe der einzelnen Großkredite und der Großkredite insgesamt ist begrenzt. Die beanspruchten Großkredite "sollen zusammen nicht mehr als die Hälfte des Betrags aller Kredite des Kreditinstituts ausmachen" (§13 Abs.3) und "der einzelne Großkredit soll das haftende Eigenkapital nicht übersteigen" (§13 Abs. 4)[1)]

Die Vorschriften bewirken, daß die Kreditbanken sich beim Erwerb von Schuldscheinforderungen zurückhalten werden, sei es, weil sie die Meldepflicht scheuen, sei es, - dies gilt vor allem für kleinere Kreditbanken - weil sie den durch die Vorschriften gezogenen Rahmen nicht voll ausschöpfen wollen oder ihn bereits ausgefüllt haben.

Meldepflichtig ist der Erwerb von Schuldscheinforderungen auch dann, wenn er allein oder zusammen mit anderen, dem Darlehensschuldner eingeräumten Krediten den Betrag von einer Million DM übersteigt (§14 KWG).

Hemmend auf den Erwerb von Darlehensforderungen kann sich auch ihre Erfassung durch die Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute auswirken.

Der Grundsatz I (Bonitätsgrundsatz) bezweckt den Schutz der Gläubiger der Bank. Er soll dadurch erreicht werden, daß "die Kredite und Beteiligungen eines Kreditinstituts abzüglich der Wertberichtigungen ... das 18-fache des haftenden Eigenkapitals nicht übersteigen" sollen. Der Regelung liegt die Vorstellung zugrunde, daß das Eigenkapital als Risikoträger dann als angemessen anzusehen ist, wenn es mindestens 5,5 vH der im Grundsatz I genannten Aktiva erreicht. Als Aktiva werden nur die als besonders risikobehaftet angesehenen Teile des Kreditgeschäfts berücksichtigt. Deshalb werden Schuldscheindarlehen industrieller Kreditnehmer durch Grundsatz I voll erfasst. Soweit sie von inländischen juristischen Personen des öffentlichen Rechts verbürgt oder in anderer Weise gesichert sind, werden sie nur zur Hälfte angerechnet. Dagegen bleiben Schuldscheindarlehen von inländischen Personen des öffentlichen Rechts bei der Berechnung des Kreditvolumens unberücksichtigt.

1) Diese Vorschriften zwingen die Banken zu einer angemessenen Kreditstreuung.

Ob die durch Grundsatz I gesetzte Grenze die Kreditbanken vom Erwerb industrieller Darlehensforderungen abhält, kann nicht generell gesagt werden. Es ist zwar möglich, daß vereinzelt kleinere Banken bei ihrer Kreditgewährung bis an die Grenze des durch Grundsatz I bestimmten Spielraumes gehen. Sie vermögen ihn jedoch dadurch zu erweitern, daß sie ihr Eigenkapital erhöhen.[1)]

Grundsatz II, der der Liquiditätssicherung dient, bezieht die langfristigen "Anlagen" in die Berechnung ein. "Er normiert die Forderung, daß das langfristige Geschäft im weiten Sinne des Begriffs auch langfristig finanziert werden soll",[2)] und stellt demzufolge langfristigen "Anlagen" sog. langfristige"Finanzierungsmittel" wie vor allem das Eigenkapital, die langfristigen Verbindlichkeiten mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist von vier Jahren oder länger sowie - unter Berücksichtigung der sog. Bodensatztheorie - 60% der Spareinlagen und"10% der Verbindlichkeiten (ohne Spareinlagen) aus dem Bankgeschäft gegenüber anderen Gläubigern mit täglicher Fälligkeit sowie vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist von weniger als vier Jahren" gegenüber. Da sich die Kreditbanken jedoch traditionell im langfristigen Kreditgeschäft vor allem aus Sicherheitserwägungen zurückhalten, kommt der durch diesen Grundsatz gezogenen Grenze für den Darlehenserwerb keine praktische Bedeutung zu.[3)]

Die Anlage in Industrie-Obligationen wird durch die Grundsätze nur indirekt erfasst, da sie weder zu den Aktiva des Grundsatzes I noch zu den Aktiva der Grundsätze II und III zählen. Da alle "Finanzierungsmittel", die weder nach Grundsatz II noch nach III verwendet werden dürfen, in liquiden Aktiva anzulegen sind und da die Industrie-Obligationen hierzu rechnen, können sie praktisch unbegrenzt von den Kreditbanken erworben werden.

---

1) Im allgemeinen vermeiden es die Banken, den Spielraum des Grundsatzes I voll auszunutzen. So liegt z.B. bei den Großbanken der Ausnutzungsgrad nur etwa bei zwei Drittel.
2) Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 1962, S. 9f.
3) So nutzten z.B. die Großbanken den Spielraum des Grundsatzes II nur zu etwa einem Drittel bis höchstens zur Hälfte aus.

Wir können zusammenfassend feststellen: Schuldscheindarlehen sind wegen ihrer beschränkten Mobilität als Anlageobjekt für individuelle Kapitalanleger nicht geeignet. Damit ist der Kreis möglicher Käufer auf Kapitalsammelstellen und Kreditbanken beschränkt. Die Sozialversicherung und die Sparkassen dürfen lediglich öffentlich verbürgte Darlehensforderungen oder solche öffentlicher Schuldner übernehmen, da dem Kauf industrieller Darlehensforderungen ihre Anlagevorschriften entgegenstehen.

Die Kreditbanken stehen dem Erwerb industrieller Darlehensforderungen vor allem im Interesse der Sicherheit ihrer Einlagen prinzipiell zurückhaltender gegenüber als dem von Industrie-Obligationen und von Schuldscheinforderungen öffentlicher Kreditnehmer. Bei kleineren Banken kommt hinzu, daß sie auch aus Liquiditätserwägungen und wegen der Bestimmungen der §§ 13 und 14 KWG sowie wegen der durch die sog. Grundsätze festgelegten Grenzen in der Regel den Erwerb liquider und fungibler Industrieobligationen dem von Darlehensforderungen vorziehen, zumal letztere als Ersatzanlage nicht geeignet sind. Darlehensforderungen industrieller Schuldner werden deshalb vorwiegend nur von der Individualversicherung und von den größeren Kreditbanken nachgefragt, von letzteren allerdings nur, sofern sie ihre liquiden Mittel nicht im kurzfristigen Kreditgeschäft unterbringen können oder wenn sich keine anderen, günstigeren Anlagemöglichkeiten bieten.

Darlehensforderungen werden die Kreditinstitute vor allem dann übernehmen, wenn es sich um von ihnen vermittelte Schuldscheindarlehen handelt, der Anbieter also mit der ankaufenden Bank bereits in Geschäftsverbindung steht, oder wenn es sich bei dem Schuldner der angebotenen Darlehensforderung um einen Kunden der ankaufenden Bank handelt. Im letzteren Falle werden sie mit Rücksicht auf den "Emissionskredit " des Darlehensschuldners verhindern wollen, daß seine Schuldscheine laufend am Markt angeboten werden, da andere Marktpartner daraus auf eine verminderte Bonität des Darlehensschuldners schließen könnten.[1)]

1) So fand z.B. das Angebot bereits plazierter Schuldscheindarlehen des Krupp-Konzerns im 1.Vierteljahr 1967 allgemeine Beachtung.(Vgl. Blick durch die Wirtschaft, Nr. 71 vom 25.3.1967).

c) Die Marktorganisation

Für die Liquidierungsmöglichkeit von Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen genügt es nicht allein, daß potentielle Anbieter und Nachfrager existieren, sie müssen sich vielmehr auch schnell finden können. Das wird erleichtert, wenn eine Einrichtung besteht, die Angebot und Nachfrage zentralisiert und ausgleicht.

Diese Funktion übernehmen bei Industrie-Obligationen die Wertpapierbörsen und bei Schuldscheindarlehen die Finanzmakler und die vermittelnden Banken. Inwieweit vermögen die letzteren die Liquidierungsfunktion der Wertpapierbörse zu erfüllen?

Der Börse obliegt es, Wertpapierangebot und -nachfrage zusammenzufassen und auszugleichen. Sie bietet als natürliche Mittlerin des Effektenverkehrs dem Wertpapieranbieter normalerweise die Möglichkeit, seine Wertpapiere schnell und ohne größere Verluste verkaufen zu können.[1] Technisch geht das so vonstatten, daß die Wertpapierkäufer und -verkäufer den Kreditinstituten entsprechende Aufträge erteilen[2], welche die Kreditinstitute sammeln und an die Börse weiterleiten. An ihr wird somit jeweils das gesamte Angebot und die gesamte Nachfrage zentralisiert und der Kurs, zu dem der Ausgleich vollzogen wird, durch einen Makler anhand der vorliegenden Aufträge so festgelegt, daß ein möglichst großes Umsatzvolumen ermöglicht wird.

Die jederzeitige Verkaufsmöglichkeit von Industrie-Obligationen besteht -wie bei Wertpapieren allgemein- grundsätzlich nur theoretisch. In der Praxis ist sie für größere Beträge nicht durchweg gegeben, da sie von den jeweiligen Angebots- und Nachfrageverhältnissen am Wertpapiermarkt bestimmt wird. Daß unter Umständen kein ausreichendes Angebot an Wertpapieren oder nur eine unzureichende Wertpapiernachfrage vorhanden ist, liegt da-

1) Dieser Liquidierungsfunktion kommt auch erhebliche volkswirtschaftliche Bedeutung zu. Nur wenn es der Börse gelingt, wenigstens das Risiko der Illiquidität der Wertpapieranlage einzuschränken, werden manche Kapitalanbieter bereit sein, Teile ihres Geldkapitals in Wertpapieren anzulegen. Andernfalls müßten die Nachteile einer fehlenden Liquidität durch eine höhere Verzinsung aufgewogen werden, um ein entsprechendes Kapitalangebot hervorzurufen.

2) Zum Börsenhandel sind nur Makler und Vertreter von Kreditinstituten zugelassen.

ran, daß es "wenige Wertpapieranbieter gibt, die gezwungen sind, diese zu einem bestimmten Zeitpunkt zu verkaufen" und daß es auch keine "zwangsmäßige Wertpapiernachfrage" gibt, da es stets möglich ist, die zur Wertpapieranlage zur Verfügung stehenden Mittel in flüssiger und gewöhnlich sogar zinstragender Form bereitzuhalten, bis die Wertpapierkurse als günstig betrachtet werden.[1)]

Im großen und ganzen kann jedoch angenommen werden, daß Industrie-Obligationen bei normalen Angebots- und Nachfrageverhältnissen am Wertpapiermarkt als jederzeit liquide gelten können, zumal die Emittenten oder die von ihnen beauftragten Banken ein etwaiges Überangebot an Industrie-Obligationen aufzunehmen pflegen, um auf diese Weise den Kurs ihrer Wertpapiere zu stützen.[2)]

Für die nicht fungiblen Schuldscheinforderungen scheidet die Börse als Mobilisierungszentrale aus.

Die fehlende Börsenfähigkeit braucht den Schuldscheinforderungen jedoch prinzipiell nicht zum Nachteil zu gereichen, denn die Börse ist nur notwendig, so es sich um eine Vielzahl von kleinen und zumeist anonymen Anlegern handelt, die zwecks rascher, sicherer und übersichtlicher Marktabwicklung zusammengebracht werden müssen. Auf sie kann jedoch verzichtet werden, wenn es sich um vergleichsweise wenige Marktpartner handelt, die jeweils bekannt sind und miteinander in Verbindung treten können. Das träfe für Schuldscheindarlehen nur zu, wenn die Verhältnisse auf dem Schuldscheinmarkt so wären, wie Stützel sie kennzeichnet: "Einige Spitzen auf Seiten der Nachfrage -Riesenunternehmen,

1) St.F.Frowen, Die Funktion der Wertpapierbörse in volkswirtschaftlicher Sicht, in: Die Börse - Funktion und Organisation im internationalen Vergleich- Auswertungsbericht. III.Internationales Bankseminar des deutschen Komitees der AIESEC E.V., Düsseldorf, 23.-31.Juli 1965, S.7.

2) Es ist nicht unsere Aufgabe, aufzuzeigen, welche Voraussetzungen insgesamt vorliegen müssen, damit Industrie-Obligationen und Schuldscheindarlehen jeweils auch in großen Beträgen ohne nennenswerte Verluste verkäuflich sind. Eine solche Analyse würde den Rahmen unserer Untersuchung sprengen. Wir müssen uns vielmehr damit begnügen, darzulegen, inwieweit die künstliche Liquidität der Industrie-Obligationen sich von der der Schuldscheindarlehen bei normalen Kapitalmarktverhältnissen unterscheidet. Natürlich gibt es Situationen, wo sowohl Schuldscheindarlehen als auch Industrie-Obligationen praktisch unverkäuflich sind.

öffentliche Versorgungswirtschaft- , große Kapitalsammelbecken auf Seiten des Angebots: Für den Kapitalverkehr dieser Großen unter sich ist die gute alte Effektenbörse entbehrlich, ja schlicht und einfach zu teuer... die fünf, sechs Adressen, die (für einen Kauf oder Verkauf HJ) in Betracht kommen, hat man per Telex rasch angeschrieben..."[1] Seine Annahme stimmt mit den tatsächlichen Verhältnissen am Schuldscheinmarkt jedoch nicht überein.

Zum einen handelt es sich nicht nur um "einige Spitzen", sondern um eine Vielzahl von Darlehensnehmern unterschiedlichster Bonität und Größe. Zum andern erstreckt sich der Kreis möglicher Darlehenserwerber nicht nur auf "fünf, sechs" Kapitalsammelstellen, sondern praktisch auf sämtliche größeren Versicherungsunternehmen und Kreditinstitute.
Der Kreis möglicher Darlehenskäufer ist zwar vergleichsweise klein, er ist jedoch nicht -wie Stützel annimmt- allgemein bekannt. Bekannt ist nur, welche Kapitalsammelbecken grundsätzlich für die Übernahme einer Darlehensforderung in Frage kommen könnten, nicht jedoch, welche im Zeitpunkt der Verkaufsabsicht über anlagefähige Mittel in der gefragten Größenordnung verfügen und welche diese Mittel in Schuldscheindarlehen investieren wollen.

Da für Schuldscheindarlehen kein einheitlicher, der Börse vergleichbarer Markt existiert, sind die verkaufswilligen Forderungsinhaber auf die Hilfe von Maklern angewiesen. Lediglich die einem Konzern angehörenden Versicherungsgesellschaften können versuchen, ihre Darlehensforderungen innerhalb der Konzernglieder unterzubringen. Den übrigen Versicherungsunternehmen fehlt jedoch zumeist die Verbindung zu anderen Käufern.

Die Vermittler könnten die Liquidierungsfunktion der Börse nur dann voll ersetzen, wenn sie das gesamte Angebot und die gesamte Nachfrage erfassen könnten. Das ist ihnen jedoch aus den folgenden Gründen nicht möglich:
Das Fehlen eines zentralen Marktes für Schuldscheindarlehen bewirkt, daß mögliche Käufer von Darlehensforderungen in der Regel

1) W. Stützel, Banken, Kapital und Kredit in der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts, Vortrag gehalten am 19.9.1962 auf der wirtschaftswissenschaftlichen Tagung der Gesellschaft für Wirtschaft- und Sozialwissenschaften, in Luzern, Vortragsmanuskript, S.31.

nicht von sich aus initiativ werden können -wie z.B. beim Kauf von Wertpapieren-, sondern auf entsprechende Angebote der Vermittler angewiesen sind, von diesen also angeschrieben werden müssen. Alle möglichen Darlehenserwerber einfach per Telex anzuschreiben, wäre für die Vermittler zu aufwendig. Sie liefen Gefahr, daß ihre Vermittlungsprovision, die etwa bis zu 1 vH des Darlehensbetrages ausmacht, durch die Telexgebühren teilweise aufgezehrt würde. Die Vermittlung per Telex zustandezubringen, scheidet auch deshalb aus, weil es sich bei den Darlehensforderungen ja nicht um vertretbare, mit einheitlichen Konditionen ausgestattete und marktbekannte Titel handelt, sondern um Individualforderungen mit unterschiedlichen Bedingungen. Den möglichen Käufern müssen deshalb jeweils die wesentlichen Vertragsbestimmungen mitgeteilt und ihnen -wenn es sich nicht um sog. erste Adressen handelt- ausführliche Informationen über den Darlehensschuldner an die Hand gegeben werden, damit sie sich aufgrund des Informationsmaterials ein eigenes Urteil über seine Bonität bilden können und zu entscheiden vermögen, ob die Darlehensforderung ihren anlagepolitischen Grundsätzen genügt. Es müssen mit andern Worten die potentiellen Erwerber der Darlehensforderungen gleicherweise informiert werden, wie es bei einer Erstplazierung der Schuldscheindarlehen üblich ist. Somit vermag jeder Makler nur einen beschränkten Käuferkreis anzusprechen.

Hierbei handelt es sich fast ausschließlich um solche Kapitalsammelstellen, mit denen er bereits geschäftliche Beziehungen unterhält. Denn vor allem die kleineren Kapitalsammelstellen, die oft nicht über die für die richtige Beurteilung der Kreditwürdigkeit des Darlehensschuldners erforderliche Sachkenntnis verfügen, müssen sich weitgehend darauf verlassen können, daß der Makler ihnen nur einwandfreie Forderungen anbietet. Da sie -wegen der geringen Markttransparenz des Schuldscheinmarktes- befürchten müssen, daß die ihnen offerierten Schuldscheinforderungen eventuell schlechtere Konditionen aufweisen als am Markte üblich sind, pflegen sie überwiegend nur mit Maklern zu kontrahieren, bei denen sie aufgrund ihrer bisherigen Erfahrungen sicher sein können, daß die Makler sie nicht übervortei-

len wollen.[1] Die Liquidierungsmöglichkeit einer Darlehensforderung hängt somit auch weitgehend vom Umfang und der Intensität der Beziehungen des verkaufswilligen Forderungsinhabers oder des mit dem Verkauf der Forderung Beauftragten ab.

Steht der Makler nur mit einem relativ kleinen Kreis von Kapitalsammelstellen in Verbindung, so vermag er die Darlehensforderung nur zu liquidieren, wenn ein oder mehrere seiner Kunden über freie Mittel in der gefragten Größenordnung verfügen. Wegen des begrenzten Käuferkreises ist die Liquidierungsmöglichkeit somit weitgehend zufallsbestimmt. Sie nimmt zwar in dem Maße zu, wie es dem Makler gelingt, weitere Kapitalsammelstellen mit seinem Angebot zu erfassen. Diese Möglichkeit ist jedoch aus den oben erwähnten Gründen beschränkt.[2]

Die Bedenken der Kapitalsammelstellen gegen eine Zusammenarbeit mit ihnen unbekannten Maklern treten in den Hintergrund, wenn ihnen die Darlehensforderung durch ein Kreditinstitut angeboten wird. Dann können sie annehmen, daß es mit Rücksicht auf seinen Ruf und im Interesse weiterer gedeihlicher Geschäftsbeziehungen von unseriösen Angeboten Abstand nehmen wird. Die Kreditinstitute bieten gegenüber den Nichtbank-Maklern dem Verkäufer der Darlehensforderung den Vorteil, daß sie mit mehr Kapitalsammelstellen in Geschäftsverbindung treten können und daß sie -falls sich kein Käufer findet- die Darlehensforderung selbst übernehmen können.

Während der Kreis der zu erfassenden Kapitalsammelstellen bei den Nichtfilialbanken regional beschränkt bleiben dürfte, sind die Großbanken imstande, den Großteil der in der Bundesrepublik domizilierenden Kapitalsammelstellen anzusprechen. Da jedoch ein Teil der Kapitalsammelstellen nur mit einem Kreditinstitut überwiegend zusammenzuarbeiten pflegt und die Kreditinstitute aus Konkurrenzgründen und wohl auch, weil sie die Vermittlungsprovision teilen müssten, eventuell bestehende Angebots- oder Nachfragespitzen oft nicht unter sich ausgleichen wollen, be-

1) So bemerkte das Vorstandsmitglied eines Versicherungsunternehmens dem Verfasser gegenüber, seine Gesellschaft arbeite grundsätzlich nur mit wenigen, ihr schon lang bekannten Maklern zusammen und ginge auf Angebote anderer Makler nicht ein.
2) In der Bundesrepublik haben nur die WESTFINANZ und die Firma Rudolf Münemann, Industriefinanzierungen, München eine überregionale Bedeutung erlangt.

steht weiterhin die Möglichkeit, daß ein Teil der angebotenen Darlehensforderungen unverkäuflich ist, obwohl hierfür noch Käufer vorhanden wären. Damit ist auch zu rechnen, wenn das zu verkaufende Schuldscheindarlehen eine Größenordnung erreicht, die die freien Mittel der Bank zu stark einengen würde oder wenn das sonstige Angebot an Schuldscheindarlehen aus Neu- oder Umplazierungen die vorhandene Nachfrage übersteigt. So hat die bisherige Erfahrung gelehrt, "daß Großdarlehen die Möglichkeiten weiterer Vermittlung auf längere Zeit hin blockiert haben. Selbst Finanzierungsvorhaben erstklassiger Schuldneradressen sind bei zu großer Darlehenssumme nicht davor gefeit, daß Beträge unplaziert bleiben...".[1)]

Wir kommen somit zu dem Ergebnis, daß die Makler die Liquidierungsfunktion der Wertpapierbörse nur unvollkommen zu ersetzen vermögen, da sie einmal nur einen Teil des vorhandenen Angebots und der möglichen Nachfrage erfassen können und weil sie -anders als beim Wertpapierhandel, wo sie den Spitzenausgleich über die Börse vornehmen- aus Konkurrenzgründen davon absehen, einen etwaigen Angebots- oder Nachfrageüberhang mit anderen Kreditinstituten oder Maklern auszugleichen.

Im Gegensatz zu Industrie-Obligationen dürfte deshalb die Liquidierungsmöglichkeit von Schuldscheinforderungen häufig zufallsabhängig sein. "Das dürfte unter sonst gleichen Verhältnissen umso eher der Fall sein, je größer das Darlehen ist und je mehr seine sonstigen Eigenschaften in Rücksicht auf besondere Bedürfnisse der Partner von marktüblichen Normen abweichen".[2)]

Unsere Analyse ergibt weiter, daß Schuldscheindarlehen als Individualforderungen mit unterschiedlichen Konditionen und von verschiedener Bonität nicht jederzeit- wie die Industrie-Obligationen-, sondern erst aufgrund individueller Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer und zumeist nur unter Einschaltung eines Vermittlers mobilisiert werden können. Sie unterscheiden sich somit auch in ihrer Umwandlungsfrist von den Industrie-Obligationen.

---

1)F.W. Christians, a.a.O., S.282.
2)K. Oettle, Unternehmerische Finanzpolitik, a.a.O., S.98.

d) Der Liquiditätsgrad

Wir nannten bereits eine Reihe von Voraussetzungen, die vorliegen müssen, um Schuldscheindarlehen liquidieren zu können, oder die ihre Abtretbarkeit fördern. Dabei ließen wir bisher außer acht, daß es bei der künstlichen Liquidität der Schuldscheindarlehen nicht nur darauf ankommt, daß sie überhaupt verflüssigt werden können, sondern daß daneben auch der Grad der Verwertbarkeit oder der Liquiditätsgrad eine Rolle spielt, der vereinfacht als prozentuales Verhältnis des bei der Mobilisierung erzielbaren Verkaufserlöses zum Buchwert gemessen werden kann.[1)]

Denn beim Verkauf von Industrie-Obligationen und Schuldscheindarlehen können von den Erwerbspreisen abweichende Verkaufspreise erzielt und damit -je nachdem, ob die Verkaufspreise über oder unter den Erwerbspreisen liegen- Veräußerungsgewinne oder -verluste realisiert werden. Ist eine langfristige Forderung nur zu einem unter ihrem Anschaffungspreis liegenden "Kurs" vorzeitig verkäuflich, so mindert der Verkauf ihre Rendite oder führt, wenn der realisierte Verlust den Ertrag der Forderung übersteigt, zu Verlusten, die unter Umständen die Sicherheit des Versicherungsschutzes gefährden können.

Im folgenden soll deshalb untersucht werden, inwieweit die oben genannten Voraussetzungen für den erzielbaren Verkaufserlös relevant sind, welche sonstigen Faktoren seine Höhe beeinflussen und welche Unterschiede hinsichtlich der Höhe und der Wahrscheinlichkeit des Eintritts möglicher Veräußerungsverluste zwischen Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen bestehen.

1) Vgl. W. Stützel, Liquidität, a.a.O., S.622, der hierfür folgendes Beispiel gibt: Werden Vermögensobjekte "schon vor Ablauf ihrer Selbstliquidationsperiode durch Verkauf oder Abtretung in Zahlungsmittel umgewandelt, dann ist das gewöhnlich nur unter Hinnahme eines Disagios möglich. Angenommen, der Erlös aus vorzeitiger Liquidisierung bleibe um 10% gegenüber dem auf den Zeitpunkt dieser vorzeitigen Liquidisierung abdiskontierten Selbstliquidationswert zurück, dann liefert die Zahl 1 - 0,1 = 0,9 offensichtlich ein Maß für den Liquiditätsgrad des betreffenden Vermögensobjekts".

Ist eine vorzeitige Liquidierung von Anlageobjekten nur unter Inkaufnahme von Veräußerungsverlusten möglich und wird dadurch die Rentabilität der Versicherungsgesellschaften und damit ihre Wettbewerbslage stark beeinträchtigt, so werden die Versicherungsunternehmen von einem Verkauf solcher Anlageobjekte dann absehen, wenn die dabei zu realisierenden Verluste ein bestimmtes Maß übersteigen. Man kann zwar der Ansicht sein, daß Anlageobjekte ohne Rücksicht auf etwaige Verluste als liquide zu gelten haben, wenn sie nur verkäuflich sind. Ein Kriterium für die Liquidität bildet unseres Erachtens jedoch auch die Höhe eventueller Veräußerungsverluste. Es muß den einzelnen Versicherungsgesellschaften überlassen bleiben, ob sie Verkäufe auch noch bei relativ hohen Disagien vornehmen wollen oder nicht. Drohen die Veräusserungsverluste die Sicherheit des Versicherungsschutzes zu beeinträchtigen, so können solche Anlageobjekte praktisch als illiquide bezeichnet werden. Wir wollen deshalb nur solchen Vermögensobjekten die Bezeichnung liquide zuerkennen, die ohne große Verluste vorzeitig in Geld umgewandelt werden können, da andernfalls jeder Vermögenswert, bei dem es sich nicht um einen ausgesprochenen "Non-valeurs" handelte, als liquide gelten müsste.
Wovon hängt nur die Höhe des Verkaufspreises und damit die Höhe möglicher Veräusserungsverluste und -gewinne ab?
Die Kaufinteressenten bezwecken mit dem Erwerb langfristiger Forderungen eine möglichst sichere und rentable Anlage. Die Höhe des Verkaufserlöses hängt deshalb einmal von der Sicherheit der Darlehensforderung ab und zum andern vom Verhältnis ihrer Rendite zum Kapitalmarktzins.

Gehen wir bei den folgenden Überlegungen der Einfachheit halber davon aus, die zu verkaufenden Titel seien jeweils zum Nennwert angeschafft worden, und lassen wir außer dem Nominalzins und der Laufzeit alle übrigen, die Effektivverzinsung beeinflussenden Faktoren außer Betracht, so sind festverzinsliche Forderungen bei gegebener Bonität nur dann ohne Hinnahme von Verlusten liquidierbar, wenn ihr Nominalzins dem zum Zeitpunkt der Verkaufsabsicht am Kapitalmarkt geltenden Zinssatz für Titel gleicher Bonität und Liquidität entspricht. Liegt ihr Zinssatz

unter dem Kapitalmarktzins[1], so sind sie nur zu einem Preis absetzbar, der so tief unter ihrem Anschaffungswert liegt, daß die aus dem niedrigeren Wert, dem Nominalzins und der Laufzeit errechnete Rendite der Forderung genau dem Kapitalmarktzins entspricht.

Übersteigt der Nominalzins der Forderungen den Kapitalmarktzins, so können sie zu einem über ihrem Erwerbspreis liegenden Preis veräußert werden. Die jeweiligen Forderungsinhaber vermögen also Veräußerungsgewinne zu realisieren.

Außer vom Verhältnis ihres Nominalzinssatzes zum Kapitalmarktzins hängt der Verkaufspreis einer festverzinslichen Forderung auch von ihrer Restlaufzeit ab, denn ihr Gegenwartswert ist -wie schon dargetan- der unter Berücksichtigung ihres Zinssatzes und ihrer Laufzeit sich ergebende Wert, diskontiert um den am Kapitalmarkt geltenden Zinssatz. Bei gleicher Erhöhung des Kapitalmarktzinses gegenüber der Rendite der Forderung wird somit der Verlust, den der Inhaber der Forderung bei einem etwaigen Verkauf realisieren muß, um so höher, je länger die Restlaufzeit seiner Forderung ist.

Für den Liquiditätsgrad festverzinslicher Forderungen bedeutet das, daß er um so geringer bzw. um so höher ist, je mehr ihr Zins vom Kapitalmarktzins nach unten oder oben abweicht und je länger ihre Restlaufzeit ist.[2]

---

1) Als Kapitalmarktzins oder als landesüblichen Zinsfuß bezeichnet man den für erstklassige sichere Rentenwerte zu erzielenden Realzinsfuß. Er wird üblicherweise aus dem Durchschnitt der Effektivzinssätze für Staatsanleihen, Hypothekenpfandbriefe und erststellige Hypotheken berechnet, wobei alle akzessorischen Bestandteile des Zinses (Risikoprämie und dergl.) ausgesondert werden. Vgl. Stichwort "Landesüblicher Zinsfuß", in: Müller-Löffelholz, Bank-Lexikon, Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassenwesen, 5. Aufl., Wiesbaden 1963, Sp. 947. Wir wollen jedoch unter Kapitalmarktzins jenen Realzins verstehen, den jeweils langfristige Forderungen gleicher Bonität und Liquidität erbringen.

2) H. Rittershausen, Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 177, bezeichnet deshalb die künstliche Liquidität als eine "geringere Klasse von Liquidität". Denn ihr Nachteil sei auf lange Sicht, daß sie institutionell nur funktioniere, solange keine großen Zins- und damit Preis- oder Kursniveauverschiebungen aufträten. Diese Art von Liquidität verschwinde beinahe schlagartig, wenn höher verzinsliche Forderungsrechte am Markte angeboten würden und der Preis der bisherigen Forderungsrechte stark absinke.

Die dargelegten Zusammenhänge wirken sich wegen der Unterschiede, die zwischen Industrieobligationen und Schuldscheindarlehen in ihrer Laufzeit und Verzinsung bestehen können, unterschiedlich stark auf ihren jeweiligen Liquiditätsgrad aus.

Wie wir bereits dargestellt haben, liegt der Nominalzins der Schuldscheindarlehen über dem der Industrieobligationen. Bei gleicher Restlaufzeit ist deshalb der Liquiditätsgrad der Darlehensforderungen höher als der der Industrieobligationen. Dies gilt allerdings nur, sofern wir gleiche Bonität und Liquidität der beiden Forderungstitel annehmen.

Entspricht jedoch der Renditevorteil einer Darlehensforderung genau der in die Verzinsung einkalkulierten Risikoprämie für eine eventuell geringere Bonität oder Liquidität der Darlehensforderung, so bewirkt er keinen höheren Liquiditätsgrad.

Neben der höheren Verzinsung kann sich auch die durchschnittlich kürzere Laufzeit der Darlehensforderungen positiv auf ihren Liquidationswert auswirken. Weichen die Zinssätze bei Schuldscheindarlehen und Industrieobligationen im gleichen Maße vom Kapitalmarktzins nach unten ab, so ergibt sich beim Verkauf der Industrieobligationen wegen ihrer vergleichsweise längeren Laufzeit ein größeres Disagio als bei der Abtretung der kürzerfristigen Darlehensforderungen.

Den Versicherungsgesellschaften bieten sich nun folgende Möglichkeiten, das Risiko etwaiger Veräußerungsverluste, die die Folge von Zinsveränderungen sind, zu verringern oder auszuschließen.

Da dieses Risiko daher rührt, daß die Forderungen mit festen, für die gesamte Laufzeit geltenden Zinssätzen ausgestattet sind, die den zum Zeitpunkt der Liquidierung am Kapitalmarkt geltenden Zinssatz unterschreiten können, vermag dieses Risiko einmal dadurch verringert zu werden, daß der niedrigere Nominalzins der Forderung dem höheren Kapitalmarktzins angepasst wird. Während diese Möglichkeit bei Industrie-Obligationen grundsätzlich nicht von vornherein vorgesehen ist und zudem im Ermessen des Emittenten liegt, sehen die Vertragsbestimmungen bei einem Teil der Schuldscheindarlehen der öffentlichen Hand eine vierteljährlich erfolgende Zinsanpassung vor. Bei ihnen tritt somit

an die Stelle des "Kursrisikos" das Zinsänderungsrisiko. Ist der Kapitalmarktzins gestiegen und wird der Darlehenszinssatz auf das Niveau des Kapitalmarktzinses angehoben, so erhält der Gläubiger nunmehr höhere Zinserträge und die Zinsverpflichtungen des Darlehensschuldner nehmen zu. Wird der Darlehenszinssatz auf den niedrigeren Kapitalmarktzins herabgesetzt, so vermindern sich die Zinserträge des Darlehensgläubigers und die Zinsverpflichtungen des Darlehensschuldners.

Solche mit Zinsgleitklauseln versehene Darlehensforderungen können somit -zumindest im Zeitpunkt der Zinsanpassung- bei entsprechenden Angebots- und Nachfrageverhältnissen am Schuldscheinmarkt als jederzeit liquide angesehen werden,da sie ohne nennenswerte Verluste mobilisierbar sind.

Dies gilt auch für Darlehensforderungen, die den Gläubigern ein ordentliches Kündigungsrecht zugestehen, das sie gebrauchen können, um einen marktgerechten Darlehenszinssatz durchzusetzen.

Sie vermögen das Risiko auch dadurch zu verringern, daß sie von vornherein nur Forderungen mit relativ kurzen Laufzeiten erwerben. Bei diesen braucht der Kursabschlag nur gering zu sein, um bei einem höheren Kapitalmarktzins ihre Effektivrendite auf das höhere Zinsniveau anzuheben. Dabei ist allerdings zu beachten, daß die Rendite der"Kurzläufer"im allgemeinen geringer ist. Geringer auch deshalb, weil gegenüber einer langfristigen Anlage im selben Zeitraum mehrmals Erwerbskosten anfallen.
Diese Möglichkeit besteht vorwiegend nur bei Industrie-Obligationen. Schuldscheindarlehen werden in der Regel von den Versicherungsgesellschaften als Daueranlage betrachtet und deshalb von ihnen bis zur Fälligkeit behalten. Das Angebot an Schuldscheindarlehen mit kurzer Restlaufzeit dürfte somit nur gering sein.

Der Liquiditätsgrad des gesamten Bestandes an Schuldscheinforderungen und Industrie-Obligationen einer Versicherungsgesellschaft hängt nun davon ab, wie hoch jeweils der Anteil der Titel ist, deren Zinssätze mit dem Kapitalmarktzins übereinstimmen oder nach oben oder unten von ihm abweichen, und auch

davon, welchen Anteil jene Titel ausmachen, die nur noch eine kurze Restlaufzeit aufweisen.

Ist der Kapitalmarktzins im Zeitpunkt der Verkaufsabsicht relativ hoch, so sind nur jene Forderungen ohne nennenswerte Verluste verkäuflich, deren Nominalzinssatz in der Nähe des Kapitalmarktzinses liegt, sowie jene, die nur noch eine geringe Restlaufzeit haben. Wurden die Titel bei einem relativ hohen Zinsniveau erworben, so bedeutet das praktisch eine Verminderung des Risikos, Veräußerungsverluste hinnehmen zu müssen, da dann eher mit einem Sinken des Zinsniveaus als mit einer weiteren Erhöhung zu rechnen ist.

Da die Versicherungsgesellschaften die ihnen zufließenden Mittel laufend anlegen, besitzen sie Titel mit verschieden hohen Zinssätzen. Der Liquiditätsgrad ihrer gesamten Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen ist deshalb desto größer bzw. desto kleiner, je niedriger bzw. je höher der Kapitalmarktzins im Zeitpunkt der Verkaufsabsicht ist.

Außer dem Zinsänderungsrisiko können weitere Faktoren die Höhe des Verkaufspreises der Schuldscheindarlehen beeinflussen. Solche Faktoren können z.B. einzelne oder alle, nicht die Verzinsung betreffenden Darlehensbedingungen sein wie Kündigungs- und Konversionsmöglichkeiten, Sicherstellung etc. Sofern sie vom Üblichen stark abweichen, besteht die Möglichkeit, daß etwaige Käufer auf die ungewohnten Darlehensbedingungen mit einem höheren Disagio reagieren oder auch auf einen Erwerb verzichten.

Auch Bonitätsunterschiede zwischen Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen vermögen sich auf die Höhe ihres Liquidationswertes auszuwirken. Während die Sicherheit der Schuldscheindarlehen öffentlicher Schuldner und öffentlich verbürgter Darlehen im allgemeinen höher und die Sicherheit industrieller Schuldner, soweit es sich dabei um (zumeist emissionsfähige) sog. erste Adressen handelt, zumindest gleich hoch wie die der Industrie-Obligationen einzuschätzen ist, muß die Bonität kleinerer und mittlerer industrieller Schuldner grundsätzlich geringer veranschlagt werden.

Die Kaufinteressenten bevorzugen bei gleicher Liquidität und Rentabilität der Schuldscheindarlehen und Industrie-Obligationen jene Titel, die die höchste Sicherheit aufweisen. Schuldscheindarlehen, mit deren Erwerb sie ein vergleichsweise größeres Risiko eingehen, werden sie nur übernehmen wollen, wenn sie dafür durch eine entsprechend höhere Rendite, die praktisch eine Art Risikoprämie enthält, entschädigt werden.

Unter sonst gleichen Verhältnissen kann somit bei Schuldscheindarlehen öffentlicher Kreditnehmer und öffentlich verbürgten Darlehen, die die gleiche Rendite wie Industrie-Obligationen erbringen, mit einem höheren Verkaufspreis als bei Industrieobligationen gerechnet werden, während Schuldscheindarlehen kleinerer und mittlerer Industrieunternehmen wegen ihrer geringeren Bonität einen niedrigeren Marktwert als Industrie-Obligationen haben werden. Negativ auf ihren Liquiditätsgrad kann sich schließlich auch auswirken, daß die Darlehensschuldner nur über ein vergleichsweise geringes Ansehen verfügen oder nur wenigen Kaufinteressenten bekannt sind.

Außer durch die Rendite und die Sicherheit wird der Verkaufspreis der Forderungen auch durch die im Zeitpunkt der Verkaufsabsicht auf dem jeweiligen Markt herrschenden Angebots- und Nachfrageverhältnisse bestimmt. Selbst wenn die Rendite der zu liquidierenden Forderungen marktüblich ist, können die Forderungen dann möglicherweise nur zu einem unter ihrem Ertragswert liegenden Preis abgesetzt werden, wenn nur eine geringe Nachfrage nach ihnen besteht. Andererseits kann natürlich auch bei einem Nachfrageüberhang der zu erzielende Preis den Ertragswert übersteigen.

Eine generelle Aussage über die jeweils im Verkaufszeitpunkt herrschende Marktlage für Industrie-Obligationen und Schuldscheindarlehen ist zwar nicht möglich. Es lassen sich jedoch aufgrund der unterschiedlichen Marktstruktur und -organisation und der Stückelung der Forderungsrechte gewisse Wahrscheinlichkeiten ableiten.

Wie wir bereits gezeigt haben, ist der Kreis möglicher Darlehenserwerber enger als der potentieller Obligationenkäufer. Der

Schuldscheinmarkt wird deshalb auf ein verstärktes Angebot grundsätzlich mit relativ größeren Preisschwankungen reagieren als der Markt für Industrie-Obligationen, so daß unter Umständen schon ein geringes Angebot nur zu sinkenden Verkaufspreisen liquidiert werden kann. Bei gegebener Marktlage hängt es somit auch von der Höhe des zur Liquidierung anstehenden Betrages ab, welcher Preis erzielt werden kann.

Demgegenüber besteht bei Industrie-Obligationen wegen der grösseren Marktbreite eher die Möglichkeit, auch größere Posten zu stabilen Kursen absetzen zu können.

Zwar betont Reinboth[1]: "In Ausnahmefällen mag es unter Umständen leichter sein, ein Schuldscheindarlehen eines erstklassigen Schuldners auf individuellem Verhandlungswege bei anderen Kapitalsammelstellen unterzubringen, als einen relativ großen Betrag von Wertpapieren eines einzigen Schuldners an der Börse zu verkaufen. Denn abgesehen von einer eventuell gegebenen Marktenge, kann dieser Verkauf leicht den Verdacht einer verschlechterten wirtschaftlichen Lage des Wertpapierschuldners aufkommen lassen, während auf individuellem Wege die Beweggründe des Verkaufs leichter glaubhaft gemacht werden können". Dies gilt jedoch -wie gesagt- nur in Ausnahmefällen.

Im übrigen ist nicht einzusehen, weshalb ein großer Betrag von Wertpapieren eines einzigen Schuldners verkauft werden soll. Die kleine Stückelung der Industrie-Obligation erlaubt es ja, Titel verschiedener Emittenten anzubieten, während dies bei Schuldscheindarlehen wegen ihrer hohen Mindestbeträge nur bei sehr großen Umwandlungsbeträgen möglich ist.

Neben der Höhe des Umwandlungsbetrags beeinflußt schließlich auch die zur Liquidisierung verbleibende Frist die Höhe des Verkaufspreises. "Muß sofort verkauft werden, dann ist das Disagio größer, als wenn der Verkauf über eine gewisse Zeit verteilt werden kann".[2] Auch für einen ratenweisen Verkauf eignen sich Industrieobligationen wegen ihrer kleinen Stückelung besser als Schuldscheindarlehen.

1) H. Reinboth, a.a.O., S.109.
2) W. Stützel, Liquidität, a.a.O., S. 623. So bemerkt auch Oettle (Unternehmerische Finanzpolitik, a.a.O., S.99)"Der Marktwert ganzer Darlehen kann ... dadurch gedrückt werden, daß der Anbieter infolge der Dringlichkeit seines Liquidisierungsbedürfnisses eine schlechtere Verhandlungsposition hat als der Nachfrager".

e) Ergebnis

Die Höchstlaufzeit der Schuldscheindarlehen beträgt üblicherweise fünfzehn Jahre. Dagegen weisen Industrie-Obligationen zumeist Laufzeiten bis zu zwanzig Jahren und darüber auf. Die natürliche Liquidität der Schuldscheindarlehen ist deshalb größer als die der Industrie-Obligationen. Sehen die Darlehensbedingungen ein ordentliches Kündigungsrecht des Darlehensgläubigers vor, so können sie vor Ablauf der ursprünglich vereinbarten Kapitalüberlassungsfrist dann liquidisiert werden, wenn eine etwa bestehende Kündigungssperrfrist abgelaufen ist und die Gläubiger ihr Kündigungsrecht gebrauchen.

Dagegen ist die künstliche Liquidität der Schuldscheindarlehen geringer als die der Industrie-Obligationen. Soweit der Darlehensschuldner die Abtretung untersagt hat, können die Darlehensforderungen nicht vorzeitig mobilisiert werden. Aber auch Darlehensforderungen, die abgetreten werden dürfen, weisen einen geringeren Liquiditätsgrad als Industrie-Obligationen auf. Einmal, weil sie von vornherein auf Grund ihrer Rechtsnatur für einen schnellen, häufigen und sicheren Gläubigerwechsel wenig geeignet sind. Zum andern, weil der Kreis möglicher Käufer beschränkt ist und die den Handel vermittelnden Banken und Makler die Liquidierungsfunktion, welche die Börse für die Industrieobligationen übernimmt, nur unvollkommen zu ersetzen vermögen.

Wegen des vergleichsweise engen Marktes für Schuldscheindarlehen können sich schon geringe Verkaufswünsche stark preissenkend auswirken. Damit besteht grundsätzlich das Risiko, daß Schuldscheindarlehen nur unter Inkaufnahme erheblicher Verluste liquidierbar und damit praktisch illiquide sind.

Zwar übersteigt ihre Rendite im allgemeinen die der Industrie-Obligationen. Der Renditevorteil wirkt sich jedoch nur dann positiv auf ihren Liquiditätsgrad aus, wenn er nicht durch das höhere Risiko, das vor allem die Erwerber von Schuldscheindarlehen kleinerer und mittlerer Industrieunternehmen laufen, kompensiert wird.

Insgesamt gesehen ist somit das Schuldscheindarlehen hinsichtlich seiner Liquidität der Industrie-Obligation unterlegen.

Ist es deshalb als Anlageobjekt der Versicherungsgesellschaft weniger gut oder nicht geeignet?

Um diese Frage beantworten zu können, müssen wir uns der Anforderungen erinnern, die die Versicherungsgesellschaften an die Liquidität ihrer Anlageobjekte stellen.

Bei der Erörterung des anlagepolitischen Grundsatzes der Liquidität stellten wir fest, daß die Vermögensanlagen eine den versicherungstechnischen Erfordernissen genügende Liquidität besitzen müssen, da nur so die Zahlungsverpflichtungen aus den Versicherungsverträgen pünktlich erfüllt werden können. Die Versicherungsgesellschaften haben sich bei ihren Anlagedispositionen daran zu orientieren, inwieweit sie ihre Zahlungseingänge -aus Prämieneinnahmen, Vermögenserträgen und Tilgungszahlungen- und ihre Zahlungsverpflichtungen -bei Schadensfällen oder Fälligkeit der Versicherungsverträge- im voraus bestimmen können. Hierin bestehen zwischen den einzelnen Versicherungszweigen erhebliche Unterschiede.

Die Lebensversicherung kann aufgrund ihrer langfristigen Versicherungsverträge mit mindestens konstanten Prämieneinnahmen rechnen und auch ihre Zahlungsverpflichtungen ziemlich genau vorausbestimmen. Bei ihr übersteigen in der Regel die Einnahmen die Auszahlungen. Solange im Vertragsbestand die kürzlich abgeschlossenen Versicherungsverträge die bereits länger laufenden überwiegen, steht selbst dann mehr Geld zur Verfügung, als laufend für Versicherungsleistungen und Kosten benötigt wird, wenn keine neuen Verträge abgeschlossen werden. Diese Voraussetzung wird bei den deutschen Lebensversicherungsgesellschaften noch auf viele Jahre hinaus erfüllt sein.[1)]

Bei der Lebensversicherung stellt somit die Erhaltung der Zahlungsbereitschaft keine besonderen Probleme, zumal -wie die bisherigen Erfahrungen gelehrt haben- der zur Vermögensanlage verfügbare Einnahmeüberschuß kaum unter dem Einfluß von Konjunkturänderungen schwankt. Ihr Problem besteht im Gegenteil

1) Vgl. M.v.Bargen, Das Ausleihungsgeschäft der Lebensversicherungsunternehmen, in: Der langfristige Kredit, 12.Jg.(1961) S. 471.

darin, die anlagefähigen Mittel aus Rentabilitätsgründen möglichst schnell langfristig zu investieren. Für die Vermögensanlage der Lebensversicherung sind deshalb auch solche Objekte geeignet, die wie die Schuldscheindarlehen keine oder nur eine geringe künstliche Liquidität besitzen.

Um die Zahlungsbereitschaft der Lebensversicherungsgesellschaften zu gewährleisten, genügt es zumeist, ihre zukünftigen Auszahlungsverpflichtungen mit ihren erwarteten Zahlungseingängen abzustimmen. Hierfür eignen sich die Schuldscheindarlehen, deren Zins- und Tilgungstermine schon beim Vertragsabschluß den Erfordernissen der Versicherungsgesellschaften angepasst werden können, besser als Industrie-Obligationen, deren Tilgungstermine aufgrund eines Auslosungsplanes bestimmt werden, und die deshalb den Obligationären nicht von vornherein bekannt sind.

Zwar ist die natürliche oder echte Liquidität der Schuldscheindarlehen größer als die der Industrie-Obligationen. Sie ist jedoch wegen der langen Laufzeit immer noch gering. Dies gilt allerdings nur für das einzelne Schuldscheindarlehen, nicht jedoch für den gesamten Darlehensbestand. Seine Liquidität vermögen die Versicherungsgesellschaften zu erhöhen, indem sie die Darlehen nach ihren Fälligkeiten so anordnen, daß Jahr für Jahr ein bestimmter Prozentsatz des Darlehensbestandes fällig wird. "Eine Gesellschaft, die hier die Termine geschickt mischt, kann damit den Gesamtbestand an Schuldscheinforderungen recht flüssig gestalten. Damit wird ein Liquiditätsgrad erreicht, der im allgemeinen ausreicht...".[1)]

Wenn wir unterstellen, daß der Darlehensbestand sich ausschließlich aus Darlehen zusammensetzt, die eine fünfzehnjährige Höchstlaufzeit aufweisen, die nach fünf Freijahren in gleichen Jahresraten getilgt werden und von denen im Hinblick auf die zeitliche Staffelung der Freijahre jeweils ein Drittel noch nicht tilgbar ist, so werden jährlich rund 6,7 vH des Darlehensbestandes wieder in Geld umgewandelt.[2)]

---

1) "Schuldscheindarlehen mit Licht und Schatten", Leserzuschrift, in: Der Volkswirt, Heft 9/1956, S. 23.
2) Beispiel nach M. Frank, a.a.O., S.169 und H.Reinboth, a.a.O., S. 110.

Um unerwartete Zahlungsanforderungen erfüllen zu können, genügt es, einen Teil der Vermögensanlagen in jederzeit greifbaren liquiden Mitteln -wie Sichteinlagen bei Banken oder (kurzfristig laufenden) Wertpapieren- zu halten, die allerdings nur geringe Erträge erbringen.

Im übrigen müssen die Lebensversicherungsunternehmen nicht jederzeit zahlungsfähig sein wie z.B. die Banken. Werden Lebensversicherungsverträge durch Zeitablauf fällig, so ist der Fälligkeitstermin den Versicherungsgesellschaften rechtzeitig bekannt. Entstehen Auszahlungsbedarfe aufgrund eines Todesfalls, so bedarf die Mitteilung über den Sterbefall einer Überprüfung durch die Versicherungsgesellschaften. Sie können somit bis zum Auszahlungszeitpunkt die erforderlichen Liquiditätsdispositionen treffen.[1)]

Gegenüber der Lebensversicherung hat die Sachversicherung auf einen höheren Liquiditätsgrad ihrer Vermögensanlagen zu achten. Sie kann sowohl den Eintritt der Schadensfälle als auch deren Höhe wegen ihres gegenüber der Lebensversicherung nur unzulänglich im voraus berechenbaren Risikos nur grob abschätzen. Da ihre Versicherungsverträge vorwiegend nur für kurze Fristen abgeschlossen werden, können auch ihre Prämieneinnahmen heftig schwanken. Da bei ihr zudem erfahrungsgemäß Schadensverlauf und Prämienaufkommen sehr konjunkturreagibel sind, muß sie bei ihren Anlagedispositionen berücksichtigen, daß sie unter Umständen ihre Zahlungsverpflichtungen nur zu erfüllen vermag, indem sie einen Teil ihrer Vermögensanlagen verflüssigt. Für sie sind deshalb Schuldscheindarlehen wegen ihrer beschränkten Liquidationsfähigkeit als Anlageobjekte weniger gut geeignet als z.B. Wertpapiere.

Die verhältnismäßig große echte Liquidität eines geschickt nach Fälligkeiten gemischten Darlehensbestandes erlaubt jedoch auch ihr, Schuldscheindarlehen zu erwerben. Der Anteil der Schuldscheindarlehen an den gesamten Vermögensanlagen richtet sich vorwiegend nach dem von den einzelnen Versicherungsgesellschaften erwarteten Bodensatz an ihnen auch bei erheblichen Schadensfällen immer zur Verfügung stehenden langfristigen Mitteln.

1) Vgl. G. Harting, "Schadenreserve", in: HDV, Bd. 2, Sp. 1806.

IV. Schuldscheindarlehen und der Grundsatz der Risikostreuung

Wir erwähnten bereits, daß die Versicherungsgesellschaften bei der Auswahl der Anlageobjekte den Grundsatz der Risikoverteilung befolgen, d.h. auf eine vielfältige Mischung und Streuung der Vermögensanlagen achten, um einen möglichst vollen Ausgleich der verschiedenen Anlagerisiken zu erreichen. "Dieser wird umso wirksamer sein, je weiter die Verteilung der Kapitalanlagen über die Anlagerisiken gespannt werden kann".[1] Er soll die Versicherungsgesellschaften gleichzeitig instand setzen, möglichst hohe und stetige Erträge zu erzielen.

Welchen Grad der Risikoverteilung die einzelnen Gesellschaften anstreben, richtet sich weitgehend danach, inwieweit ihr Ertragsstreben durch die Rücksicht auf ihre Zahlungsbereitschaft und ihr Sicherheitsstreben begrenzt wird. Infolgedessen zeigen sich in der Struktur der Vermögensanlagen der Lebensversicherung und der Sachversicherung gewichtige Unterschiede.

Inwieweit kann sich die Vergabe von Schuldscheindarlehen nachteilig auf die Risikoverteilung auswirken? In welchem Umfang tragen die Versicherungen bei ihrer Schuldscheindarlehensgewährung dem Grundsatz der Risikostreuung Rechnung?

Der Grundsatz der Risikostreuung verlangt, daß die verschiedenen Anlagearten in einem ausgewogenen Mischungsverhältnis zueinander stehen, d.h. es soll eine Konzentration auf eine oder nur wenige Anlagearten vermieden werden.

Betrachtet man die Aufteilung der Vermögensanlagen der Versicherungsunternehmen nach Anlagearten[2], so zeigt sich deutlich, daß die Versicherungsgesellschaften ein ausgewogenes Mischungsverhältnis anstreben, und daß die Schaden- und Unfallversicherung -entsprechend ihren Liquiditätsbedürfnissen- auf einen höheren Liquiditätsgrad ihrer Vermögensanlagen achtet als die Lebensversicherung.[3] Bei ihr, die vorwiegend langfristige Objekte erwirbt, liegt der Anteil der Wertpapiere an ihren gesamten Vermögensanlagen im betrachteten Zeitraum zwischen 12 und

1) G. Luckarsch, a.a.O., S. 68.
2) Vgl. Tabellen Nr. 6,7 und 8.
3) Über die Entwicklung im einzelnen vgl. unten S. 205ff.

18 Prozent[1], während er bei der Schaden- und Unfallversicherung zwischen 38 und 51 Prozent ausmacht.[2]

Bei der Lebensversicherung dominieren die Schuldscheinforderungen und Darlehen, die rund ein Drittel aller Vermögensanlagen auf sich vereinen, während der Anteil der Hypothekenforderungen zwischen 22 und 28 Prozent und der Anteil der Grundstücke zwischen 10 und 13 Prozent beträgt. Demgegenüber entfallen bei der Schaden- und Unfallversicherung nur etwa 12 bis 19 Prozent auf Schuldscheinforderungen, 5 Prozent auf Hypothekenforderungen und rund ein Viertel auf Grundstücke.

Zwar mag der Anteil der Schuldscheinforderungen -zumindest bei der Lebensversicherung - als zu hoch erscheinen und dem Grundsatz der Risikoverteilung entgegenstehen. Dabei würde jedoch zu sehr nur auf die rechtliche Form der Kapitalhingabe gesehen. Schuldscheindarlehen lassen jedoch auch in sich eine vielfältige Risikostreuung nach Darlehenshöhe, Darlehensschuldner und Verwendungszweck zu. "Es entspricht dem Prinzip der Mischung, daß ein Einzelkredit eine gewisse Höchstgrenze nicht überschreitet, die sich jeweils nach dem Umfang der Deckungsmittel der Versicherungsunternehmen bestimmt".[3] Über die jeweiligen Höchstbeträge der Einzelkredite gibt es zwar keine statistischen Angaben. "In der Regel wird (jedoch,HJ) ein Versicherungsunternehmen im Einzelfall über 1 bis 1,5% der gesamten Deckungsmittel oder über einen bestimmten Anteil an den Neuanlagen eines Jahres nicht hinausgehen" [4], zumal auch das BAV bei der Erteilung der Genehmigung auf eine angemessene Mischung und Streuung achtet.

Wegen der hohen Mindestbeträge der Schuldscheinforderungen (Einzeldarlehen oder Teildarlehen), können allerdings kleinere Versicherungsgesellschaften bei ihrer Darlehensvergabe mit dem Grundsatz der Risikostreuung kollidieren. "Ihnen stehen jährlich höchstens einige 100 000 DM zur Neuanlage zur Verfügung. Da Teilabschnitte von Schuldscheindarlehen im allgemeinen nicht über geringere Beträge als 50 000 DM ausgefertigt werden, ist

1)Vgl. Tabelle 7.
2)Vgl. Tabelle 8.
3)G. Müller, Der Beitrag der Versicherungswirtschaft, in:Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 9.Jg.(1956), S.29.
4)G. Müller, ebenda.

für diese Kapitalsammelstellen die Vermögensanlage in Hypotheken und Wertpapieren günstiger"[1], denn bei ihnen könnte die Schuldscheindarlehensgewährung zu einer Massierung der Risiken führen. Größere Kapitalsammelstellen dagegen vermögen aufgrund ihrer hohen Kapitalbildung trotz der großen Stückelung der Schuldscheindarlehen, ihre Darlehensgewährung auf zahlreiche Kreditnehmer zu verteilen. Dazu sind sie allerdings nur imstande, wenn auch eine Vielzahl von Unternehmen Schuldscheindarlehen aufnehmen will.

Etwa ab 1960 wurden jedoch die kleinen und mittleren Industrieunternehmen vom Schuldscheinmarkt immer mehr verdrängt, da die emissionsfähigen Unternehmen in steigendem Maße sich der Schuldscheindarlehen als Finanzierungsmittel bedienten.[2] Dadurch ging insgesamt die Zahl der Darlehensnehmer zurück, während sich gleichzeitig die durchschnittliche Darlehenssumme erhöht haben dürfte.[3] Zwar ist für die Versicherungsgesellschaften die Darlehensgewährung an Großunternehmen wegen ihrer Bonität und der hohen Darlehensbeträge, die den Verwaltungsaufwand pro Darlehensvergabe verringern, reizvoll. Es besteht jedoch die Gefahr, daß wegen des Vordringens dieser Darlehen der Grundsatz der Risikostreuung nicht hinreichend beachtet werden kann. Die Versicherungswirtschaft klagte deshalb verschiedentlich sie werde "im Übermaß für die Gewährung großer Schuldscheindarlehen in Anspruch genommen...".[4]

Wenn sie sich trotz der Gefahr einer etwaigen Risikohäufung den Darlehenswünschen der Großunternehmen nicht verschlossen hat, so wohl deshalb, weil sie deren Bonität höher einschätzt, und wohl auch, weil sie im Interesse ihres Versicherungsgeschäfts die Darlehenswünsche bedeutender Kunden nicht ablehnen wollte.

Das Prinzip der Risikoverteilung verlangt weiter, daß die Vermögensanlagen auf zahlreiche Schuldner, die verschiedenen Wirtschaftszweigen angehören, verteilt werden. Über die Verteilung der Schuldscheindarlehen nach Darlehensnehmergruppen und Verwendungszweck informieren die Tabellen 9 und 10. Aus ihnen ist

1) H. Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S.123.
2) VerBAV GB 1962, S. 10.
3) Wir sind hier auf Vermutungen angewiesen, da über die Höhe der einzelnen Schuldscheindarlehen keine statistischen Angaben veröffentlicht werden.
4) Gesamtverband der Versicherungswirtschaft, 14.Geschäftsbericht 1961/62, S. 36.

zu ersehen, daß zumeist etwa die Hälfte der von den Versicherungsunternehmen gewährten Schuldscheindarlehen an öffentliche Unternehmen (8 bis 10%) und an Industrieunternehmen (36 bis 47%) gegeben wurde. [1] Der Anteil der öffentlichen Hand (Bund, Länder und andere Körperschaften des öffentlichen Rechts) beträgt rund ein Viertel, während auf die Kreditinstitute, die den Großteil ihrer Darlehensmittel an die Industrie weiterzuleiten pflegen, 15 bis 20% aller Schuldscheindarlehen entfallen.

Die Anteile der Darlehensnehmergruppen bei den einzelnen Versicherungszweigen -wie z.B. bei der Lebensversicherung und der Schaden- und Unfallversicherung- weichen von diesen Durchschnittszahlen zwar geringfügig ab. [2] Sie lassen jedoch ebenfalls eine angemessene Verteilung der Schuldscheindarlehen auf die verschiedenen Darlehensnehmergruppen erkennen.

Der Tabelle 10 ist weiter zu entnehmen, daß ein je nach Darlehensnehmergruppen verschieden großer Anteil der Darlehensmittel zur Finanzierung des Wohnungsbaus dient. Bei der Lebensversicherung liegt er bei den Schuldscheindarlehen an öffentliche Stellen zwischen 7 und 35%, während er bei den an Geld- und Kreditinstitute ausgereichten Darlehen zwischen 7,7 und 34,3% beträgt. [3] Demgegenüber haben die Industrieunternehmen und die öffentlichen Unternehmen zumeist weniger als 1% ihrer Darlehensmittel dem Wohnungsbau zugeführt.

Auch innerhalb der Darlehensnehmergruppen werden die Schuldscheindarlehen -wie Tabelle 11 zeigt- so auf die verschiedenen Wirtschaftszweige verteilt, daß der Anteil der einzelnen Industriezweige jeweils unter 10% bleibt und lediglich auf die relativ sicheren Darlehensnehmer -wie Energiewirtschaft und Wasserversorgung, Kreditinstitute und öffentliche Stellen- höhere Quoten entfallen.

Dem Prinzip der Risikoverteilung entspricht endlich auch "eine vielseitige regionale Verteilung der Anlagen und Vermeidung ihrer örtlichen Ballung, weil ... dadurch die Stetigkeit des

1) Vgl. Tabelle 9.
2) Vgl. Tabelle 10.
3) Der hohe Anteil der Kreditinstitute dürfte darauf zurückzuführen sein, daß teilweise auch Realkreditinstitute Schuldscheindarlehen aufgenommen haben.

Ertrages gefährdet werden könnte".[1] Die regionale Streuung ist allerdings nur möglich, wenn ihr nicht Bestimmungen der Satzung entgegenstehen.

Der Grad der regionalen Streuung dürfte bei kleineren Versicherungsgesellschaften verhältnismäßig gering sein. An sie werden vorwiegend nur Darlehenswünsche solcher Kapitalnehmer herangetragen, die im gleichen Geschäftsbereich domizilieren, und die zudem oft mit den Versicherungsgesellschaften bereits geschäftlich verbunden sind. Demgegenüber gewähren die großen Versicherungsunternehmen Schuldscheindarlehen an erstklassige Darlehensnehmer im gesamten Bundesgebiet, wobei auf Schuldner des Landes Nordrhein-Westfalen der größte Anteil entfällt. Wie die Tabelle 12 zeigt, flossen im betrachteten Zeitraum (1958-1963) fast die Hälfte der von der Lebensversicherung gewährten Schuldscheindarlehen an Schuldner dieses Bundeslandes, während der Anteil der Schuldner in den Ländern Baden-Württemberg, Bayern, Hessen und Niedersachsen nur teilweise über je 10% liegt und die Darlehensnehmer in den übrigen Ländern und Stadtstaaten insgesamt nur rund 14 Prozent beanspruchen.

Der hohe Anteil der in Nordrhein-Westfalen domizilierenden Darlehensnehmer mag bedenklich erscheinen. Die Bedenken werden jedoch gemildert, wenn man berücksichtigt, daß sich die Darlehensnehmer auf verschiedene Branchen verteilen und daß es sich größtenteils um Unternehmen handelt, denen eine überregionale Bedeutung zukommt. Sie vermögen das Risiko, daß sich in bestimmten Gebieten die Wirtschaftslage stark verschlechtert, besser auszugleichen als kleine Unternehmen mit regional beschränktem Kundenkreis.

Zusammenfassend können wir feststellen: Die Schuldscheindarlehen stehen in einem ausgewogenen Mischungsverhältnis zu den übrigen Anlagearten. Sie lassen eine vielfaltige Risikostreuung nach Darlehenshöhe, Darlehensschuldner und Verwendungszweck zu. Bei kleinen Versicherungsgesellschaften, die zumeist nur über ein geringes Anlagepotential verfügen, kann allerdings die Darlehensvergabe gegen das Prinzip der Risikoverteilung verstossen. Für sie sind Wertpapiere, die ebenfalls eine weitgehende Risikoverteilung zulassen, oder Hypothekenforderungen, die sich in kleinere Beträge aufspalten lassen, als Anlageobjekte besser geeignet.

1) L. Arps, Versicherungssparen, a.a.O., S. 61.

Drittes Kapitel

Entwicklung und kapitalmarktpolitische Bedeutung der Schuldscheindarlehen

A. Die Entwicklung der Schuldscheindarlehen

I. Allgemeines

Die Eignung des Schuldscheindarlehens als Objekt der Kapitalanlage hat dazu geführt, daß es bei zahlreichen Versicherungsgesellschaften in der Nachkriegszeit zur beherrschenden Anlageart aufgestiegen ist. Daneben hat es eine überragende Bedeutung für die langfristige Finanzierung, insbesondere der Industrie, erlangt und die Industrie-Obligation als Finanzierungsmittel teilweise verdrängt.

Wie es zu dieser Entwicklung gekommen ist und welche Faktoren sie bestimmt haben, bildet den Gegenstand der folgenden Darlegungen. Daneben soll ein Bild vom Umfang der Schuldscheindarlehensgewährung vermittelt und aufgezeigt werden, welches Gewicht ihr innerhalb der Vermögensanlagen der einzelnen Versicherungszweige zukommt und welchen Beitrag die Versicherungswirtschaft zur Finanzierung vor allem der Industrie geleistet hat. Abschließend sollen die Folgen, die sich aus dem Vordringen der Schuldscheindarlehen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ergeben können, erörtert werden.

Unsere Untersuchung ist auf die Darlehensgewährung der Individualversicherung beschränkt. Über die Darlehensvergabe der übrigen institutionellen Kapitalanleger gibt es kein ausreichendes Zahlenmaterial. Infolgedessen können wir den Umfang der gesamten Schuldscheindarlehensgewährung und insbesondere ihre Bedeutung für die Industrie-Finanzierung nicht genau aufzeigen. Aus dem Wachstum der Vermögensanlagen in Schuldscheinforderungen der Versicherungswirtschaft läßt sich jedoch, wenn auch nur in groben Umrissen, auf die Entwicklung des gesamten Schuldscheindarlehensvolumens schließen. Denn eine Erhebung der Deutschen Bundesbank über das Schuldscheingeschäft der Kreditinstitute hat ergeben, daß die Versicherungs-

unternehmen an den von Kapitalsammelstellen insgesamt gewährten Schuldscheindarlehen zu etwa drei Vierteln beteiligt sind.[1)]

Bei unserer Untersuchung stützen wir uns vorwiegend auf die vom BAV in seinen Geschäftsberichten veröffentlichten Angaben über die Vermögensanlagen der aufsichtspflichtigen Versicherungsunternehmen sowie auf die vierteljährlichen Teilerhebungen des BAV über die Vermögensanlagen der größeren Versicherungsgesellschaften, die jeweils in den "Veröffentlichungen des BAV" mitgeteilt werden. Eine weitere Grundlage unserer Untersuchung bilden zwei Aufsätze der Deutschen Bundesbank über die Kapitalbildung und Anlagepolitik der Versicherungsunternehmen, die freilich nur den Zeitraum zwischen 1954 und 1965 erfassen.[2)]

II. Entwicklung der Kapitalbildung der Versicherungsunternehmen

Die große Bedeutung der Versicherungswirtschaft als Kapitalgeber resultierte aus ihrer hohen Kapitalbildung.
Nachdem wir bereits am Beispiel der Lebens- und der Sachversversicherung dargelegt haben, wie es zur Kapitalbildung bei den einzelnen Versicherungszweigen kommt, wollen wir nunmehr untersuchen, welchen Umfang sie bei den Versicherungsunternehmen in der Nachkriegszeit insgesamt erlangt hat und welcher Anteil davon jeweils auf die einzelnen Versicherungszweige entfällt.

Hierbei ergeben sich allerdings insoweit Ungenauigkeiten, als der Umfang der Kapitalbildung sich nur mittelbar, nämlich am Zuwachs der Vermögensanlagen, ablesen läßt, wobei die Zunahme der Vermögensanlagen -so wie sie die Statistik des BAV ausweist- nicht genau der Kapitalbildung der Versicherungsunternehmen (künftig VU) entspricht. Denn das BAV zählt nur die langfristigen Aktiva der VU zu den Vermögensanlagen , nicht jedoch die liquiden Mittel wie z.B. Sichteinlagen bei Banken.

1) Vgl. "Ergebnisse der Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte der Kreditinstitute", in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 14.Jg., Nr.8, August 1962, S.7f.
2) Vgl. "Kapitalbildung und Anlagepolitik der Versicherungsunternehmen seit 1957", in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 17.Jg., Nr. 4, April 1965, S. 20ff. und "Kapitalbildung und Anlagepolitik der Individualversicherung", in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 10.Jg.,Nr. 6, Juni 1958, S. 54ff.

Deshalb übersteigt die Kapitalbildung den Zuwachs an Vermögensanlagen in dem Maße, wie die VU ihre liquiden Mittel erhöhen. Da die Zunahme der liquiden Mittel jedoch relativ gering bleibt, läßt sich die Kapitalbildung näherungsweise am Wachstum der Vermögensanlagen messen.[1)]

Die Vermögensanlagen der VU erreichten zum Jahresende 1967 einen Umfang von über 59 Mrd. DM.[2)] Sie haben sich zwischen 1951 und 1967 um über 55 Mrd. DM erhöht. Dabei hat sich der Vermögenszuwachs fast Jahr für Jahr vergrößert. Während er 1951 erst 1,9 Mrd. DM betragen hat, war er im Jahre 1960 mit 3,7 Mrd. DM auf fast das Doppelte gestiegen und hat 1967 6,6 Mrd. DM erreicht.[3)]

An der Kapitalbildung waren die einzelnen Versicherungszweige in unterschiedlichem Maße beteiligt. Den größten Anteil hatten die Lebensversicherungsunternehmen (künftig LVU). Auf sie entfielen mit rund 35 Mrd. DM über 63 Prozent des gesamten Zuwachses an Vermögensanlagen, der sich bei den Pensions- und Sterbekassen auf über 7 Mrd. DM oder 14 vH, bei den Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen (künftig Schaden- und UnfallVU) auf 7,7 Mrd. DM oder 15 vH und bei den Rückversicherungsunternehmen (künftig RückVU) auf fast 3 Mrd. DM oder 5,2 vH belief. Demgegenüber blieb der Anteil der Krankenversicherung mit 1,96 Mrd. DM unter 5 vH.

Das verhältnismäßig starke Wachstum der Vermögensanlagen der LVU wurde vor allem dadurch bewirkt, daß sich mit dem allgemeinen Einkommensanstieg der privaten Haushalte auch ihre Sparfähigkeit und ihre Sparwilligkeit erhöht hat. Dabei hat sicher auch die Begünstigung des Versicherungssparens im Rahmen der Einkommensteuer eine Rolle gespielt. "Einmal stieg ... der relative Steuervorteil für alle diejenigen Versicherungssparer, deren Einkommen gewachsen ist und damit höheren Steuersätzen unterliegt; zum andern sind 1961 (und erneut ab Anfang 1965)

1) So stiegen z.B. die Vermögensanlagen der LVU zwischen 1960 und 1965 um 16,8 Mrd.DM (Vgl. Tabelle 14), während im gleichen Zeitraum die liquiden Mittel der LVU sich nur um 197 Mio DM erhöhten (Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 20.Jg., Nr. 7, Juli 1968, S. 95).
2) Vgl. Tabelle 13.
3) Vgl. Tabelle 14.

die steuerlichen Höchstgrenzen für die Geltendmachung von Versicherungsbeiträgen als Sonderausgaben erweitert worden. Außerdem hatten die Lebensversicherungen im Anschluß an die Rentenreform von 1957 einen verhältnismäßig großen Zugang durch Neuabschlüsse von Verträgen mit solchen Arbeitnehmern zu verzeichnen, die dadurch eine Befreiung von der Sozialversicherungspflicht erreichten oder die in der Folgezeit aufgrund der erheblichen Einkommenssteigerungen aus der Angestelltenversicherung mit ihrer starren Versicherungspflichtgrenze 'herauswuchsen'".[1] Das war auch 1965 der Fall, als der Neuzugang der LVU sprunghaft anstieg, wobei sowohl die Steigerungsraten des Vorjahres beim Neuzugang als auch beim Bestand an Versicherungen erneut übertroffen werden konnten. Von den Neuabschlüssen in Höhe von 25,3 Mrd. DM entfielen 3,2 Mrd. DM auf sog. Befreiungsversicherungen, "die auf Grund des Gesetzes zur Beseitigung von Härten in den gesetzlichen Rentenversicherungen und zur Änderung sozialrechtlicher Vorschriften bis zum 31. Dezember 1965 abgeschlossen werden konnten".[2]

Im Gegensatz zur LV scheint die Entwicklung der Pensionskassen, deren Anteil an der Kapitalbildung kontinuierlich von 27 vH in 1951 auf rund 12 vH in 1967 gesunken ist[3], durch die Rentenreform eher gehemmt worden zu sein. Wohl deshalb, weil die gesetzliche Altersversicherung verbessert und der Kreis der Sozialversicherungspflichtigen erweitert worden ist, mit der Folge, daß sich die Notwendigkeit für eine vorwiegend auf betrieblicher Ebene erfolgende anderweitige und zusätzliche Altersversorgung der Betriebsangehörigen verringert hat.[4]

Auch der Anteil der Schaden- und UnfallVU ging von 16,8 vH

---

1) "Kapitalbildung und Anlagepolitik der Versicherungsunternehmen seit 1957", a.a.O., S.21f. Diese Möglichkeit stand nach dem Angestelltenversicherungs-Neuregelungsgesetz vom 23.2.1957 solchen Arbeitnehmern offen, deren Monatseinkommen im Zeitpunkt der Rentenreform zwischen DM 750.- und DM 1 250.- lag und die durch die Heraufsetzung der Versicherungspflichtgrenze auf DM 1 250.- an sich sozialversicherungspflichtig geworden wären.
2) VerBAV GB 1965, S. 9.
3) Vgl. Tabelle 13.
4) Vgl. "Kapitalbildung und Anlagepolitik der Versicherungsunternehmen seit 1957", a.a.O., S.23.

in 1950 auf 14,2 vH in 1967 zurück. Dies mag darauf zurückzuführen sein, daß einerseits die Schadensfälle zugenommen haben und daß andererseits die Prämieneinnahmen unter dem Druck der Konkurrenz nicht entsprechend erhöht werden konnten oder gar gesenkt werden mußten. Dagegen vermochten die RückVU ihren Anteil geringfügig von 4,8 vH in 1951 auf 5,2 vH in 1967 zu steigern.

Der Umfang der Kapitalbildung bei den VU erscheint zunächst beträchtlich. Ihre volkswirtschaftliche Bedeutung enthüllt sich jedoch erst, wenn wir sie mit der Kapitalbildung bei anderen Kapitalsammelstellen vergleichen. Die Kapitalbildung der VU erreicht bis zum Jahresende 1967 mit rund 55 Mrd.DM erst 38 vH des Zugangs an Spareinlagen bei Kreditinstituten, die im gleichen Zeitraum (1950 bis 1967) sich um 140,6 Mrd. DM, nämlich von rund 4,1 Mrd. DM Ende 1950 auf rund 144,6 Mrd. DM Ende 1967 erhöht haben.[1)]

Im Gegensatz zum Wachstum der Spareinlagen vollzieht sich jedoch die Kapitalbildung der VU, insbesondere der LVU, ziemlich gleichmäßig. Sie erfolgt weitgehend aufgrund vertraglicher Vereinbarungen. Deshalb ist sie relativ unempfindlich gegenüber kurzfristigen Rezessionserscheinungen in der Wirtschaft, so daß auch in der Stetigkeit des Kapitalangebots der VU ihre vor allem kapitalmarktpolitisch bedeutsame Leistung liegt.

Zwar schwankten die Zuwachsraten[2)] bei den VU-gemessen am jeweiligen Endstand des Vorjahres-in den Jahren 1952 bis 1956 noch zwischen 14,8 und 24,4 vH. In den Jahren 1957 bis 1960 lagen sie jedoch nur noch zwischen 15,3 und 17,4 vH und ab 1962 zwischen 12,5 und 14 vH.

Die stetige Kapitalbildung finden wir vor allem bei den LVU. Dementsprechend erhöhten sich ihre Vermögensanlagen im betrachteten Zeitraum kontinuierlich mit jährlichen Zuwachsraten (ab 1954) zwischen 13,8 und 17,5 vH. Dagegen erfolgt die Kapitalbildung bei den übrigen Versicherungszweigen sehr unstetig.[3)]

1) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 12. Jg., Nr. 7, Juli 1960, S. 100 und 20. Jg., Nr. 7, Juli 1968, S. 64.
2) Vgl. Tabelle 14.
3) Vgl. Tabelle 14.

III. Entwicklung der Schuldscheindarlehen

1. Entwicklung der Schuldscheindarlehensbestände

Die VU legten die bei ihnen seit der Währungsreform sich ansammelnden Mittel entweder am Kapitalmarkt an -indem sie Schuldscheindarlehen gewährten oder festverzinsliche Wertpapiere erwarben- oder sie investierten sie in rentablen Sachwerten wie z.B. in Wohn- und Geschäftsgebäuden. Dabei kam es in der Nachkriegszeit zu einem bemerkenswerten Wandel der Struktur der Vermögensanlagen, und zwar sowohl im Vergleich zu den ersten Jahren nach der Währungsreform als auch zur Vorkriegszeit. Als wichtigste Strukturänderungen sind hier vor allem das Vordringen des Schuldscheindarlehens und des Wertpapiers als Anlageobjekt zu nennen.

Während die Schuldscheindarlehen[1)] in der Vorkriegszeit bei den VU mit 173 Mio. RM (1928) bzw. 933 Mio. RM (1937) nur einen Anteil von 6,5 bzw. 11,6 Prozent an den gesamten Vermögensanlagen ausmachten und sie 1950 mit 521 Mio. DM erst 12,8 Prozent erreichen konnten, vereinten sie im Jahre 1967 mit rund 18 Mrd. DM sogar 31,4 Prozent aller Vermögensanlagen auf sich. Sie bildeten damit per Ende 1967 die wichtigste Anlagekategorie, und zwar insbesondere bei den LVU, die mit 12,8 Mrd. DM rund ein Drittel ihrer Anlagemittel in Schuldscheindarlehen investierten, aber auch bei den VU insgesamt.

Die Expansion der Schuldscheindarlehen ging, wie die Tabelle 15 zeigt, vorwiegend zu Lasten der Hypotheken- und Grundschuldforderungen, der früher in der Versicherungswirtschaft als "klassisch" geltenden Form der Darlehensgewährung. In ihnen hatten die VU zum Jahresende 1928 noch über die Hälfte ihrer Vermögensanlagen investiert. Ihr Anteil ging jedoch 1937 auf 40 vH und bis zum Jahre 1967 auf rund ein Fünftel zurück. Damit lagen sie (Ende 1967) mit 12,3 Mrd. DM sogar unter dem Anteil der Wertpapiere, die mit 14,7 Mrd. DM 24,7 vH aller Vermögensanlagen ausmachten und nach den Schuldscheindarlehen die wich-

1) Vgl. Tabelle 15.

tigste Anlagegruppe bildeten.

Bei den LVU konnten die Hypotheken- und Schuldbuchforderungen, deren Anteil an den gesamten Vermögensanlagen immerhin von 69,1 vH in 1928 auf 28 vH in 1967 zurückgegangen ist, per Ende 1967 mit 10,5 Mrd. DM ihren zweiten Platz hinter den Schuldscheindarlehen behaupten. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich der Anteil der Wertpapiere von 13,5 vH auf 18 vH, und der Anteil der Schuldscheindarlehen stieg von 5,3 vH auf 34 vH.

Bei der Schaden- und Unfallversicherung rangierten zu Beginn der fünfziger Jahre zunächst die Grundstücke mit einer Quote von 16 bis 20 vH vor den Wertpapieren (8 bis 19 vH) und vor den Schuldscheindarlehen (7 bis 11 vH).[1] Die Rangfolge änderte sich jedoch, so daß per Ende 1967 die Wertpapiere mit einem Anteil von 45 vH dominierten, während auf die Anlagen in Grundstücken und in Schuldscheindarlehen je 19 vH entfielen. Demgegenüber blieb der Anteil der Hypothekenforderungen(4 bis 7 vH) in den Jahren 1950 bis 1967 vergleichsweise bescheiden.

Auch die Anteile der einzelnen Versicherungszweige an den Beständen an Schuldscheinforderungen und Darlehen haben sich unterschiedlich entwickelt.[2] Ende 1928 entfielen von den gesamten Darlehensbeständen in Höhe von 173 Mio. RM 96 Mio. RM oder 55 vH auf die LVU, während sie 1937 mit 698 Mio. RM sogar einen Anteil von 74,8 vH erzielen konnten. Zum Jahresende 1950 erreichten die Darlehensbestände der LVU 312 Mio. DM oder 60 vH, die der Pensionskassen 137 Mio. DM oder 26 vH und die der Schaden- und Unfallversicherung 45,6 Mio. DM oder 9 vH. Aufgrund des allgemeinen Aufschwungs des Versicherungssparens konnten die LVU ihren Anteil an den gesamten Darlehensbeständen bis zum Jahresende 1967 (12,8 Mrd. DM) auf 68,5 vH steigern. Dagegen sank der Anteil der Pensionskassen (2,6 Mrd. DM) auf 14 vH und der der Schaden- und UnfallVU blieb mit 9 vH(1,6 Mrd. DM) unverändert.

Wir gingen bei unseren bisherigen Darlegungen jeweils von den Anlagebeständen bzw. von ihrer Nettoveränderung aus. Die Bedeutung der Versicherungswirtschaft als Darlehensgeber und Kapital-

1) Vgl. Tabelle 8.
2) Vgl. Tabelle 15.

anleger läßt sich jedoch in ihrem vollen Umfang aus der Entwicklung der Anlagebestände allein noch nicht ersehen. Aus der Veränderung der Bestände ist nicht zu erkennen, welche Kapitalbeträge die Versicherungswirtschaft jeweils jährlich neu zur Verfügung stellt, da sich auch die Abgänge der Vermögensanlagen in Bestandsveränderungen niederschlagen.

Um das Potential der Versicherungswirtschaft als Kapitalgeber deutlich zu machen, wollen wir deshalb im folgenden von den Bruttozugängen der Vermögensanlagen ausgehen wie sie die vierteljährliche Statistik des BAV für die größeren Versicherungsgesellschaften und für die größeren Pensionskassen ausweist, die insgesamt rund 95 vH des Vermögensbestands aller aufsichtspflichtigen Gesellschaften erfaßt.

Auf diese Weise können wir die jeweiligen Entwicklungstendenzen besser nachzeichnen und aufzeigen, welche Beträge den verschiedenen Darlehensnehmergruppen von den einzelnen Versicherungszweigen zugeflossen und welche Darlehensmittel jeweils von den verschiedenen Wirtschaftszweigen beansprucht worden sind. Aus der Verteilung der Neuanlagen auf die verschiedenen Anlagearten und aus der Verteilung der Neuausleihungen auf die verschiedenen Darlehensnehmergruppen, vermögen wir auf einige Faktoren zu schließen, die die Entwicklung der Schuldscheindarlehen beeinflußt haben.

2. Entwicklung der Neuausleihungen

Die Neuanlagen der Versicherungswirtschaft erhöhten sich -wie die Tabelle 16 zeigt- in der Zeit von 1950 bis 1967 um über 80 Mrd. DM. An diesem Brutto-Zugang der Vermögensanlagen waren die LVU mit fast 50 Mrd. DM oder 62 vH[1] und die Schaden-, Unfall- und RückVU mit 18,8 Mrd. DM oder 24 vH[2] beteiligt.

Unter den Neuanlagen dominierten die Schuldscheindarlehen mit 29 Mrd. DM oder durchschnittlich 36,2 vH des gesamten Bruttozugangs an Vermögensanlagen. Sie lagen damit vor den Wertpapieren, die mit fast 24 Mrd. DM durchschnittlich rund 30 vH des

1) Vgl. Tabelle 17.
2) Vgl. Tabelle 18.

Brutto-Zugangs aller Vermögensanlagen auf sich vereinten, während auf die Neuanlagen in Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen 15,4 Mrd. DM oder durchschnittlich 19,2 vH und auf den Erwerb von Grundstücken 8,6 Mrd. DM oder durchschnittlich 10,7 vH des Brutto-Anlagenzugangs entfielen.[1)]

Wichtigster Darlehensgeber waren die LVU, die mit 18,8 Mrd. DM rund 65 vH des gesamten Brutto-Zugangs an Schuldscheindarlehen erreichten und die durchschnittlich 38 vH ihrer Neuanlagen in Schuldscheindarlehen investierten, während sie in Wertpapieren 10,6 Mrd. DM oder durchschnittlich 21,5 vH, in Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen 12,9 Mrd. DM oder durchschnittlich 26 vH und in Grundstücken 5,1 Mrd. DM oder durchschnittlich 10,3 vH anlegten.[2)]

Demgegenüber blieb der Anteil der Schaden-, Unfall- und RückVU an der gesamten Darlehensneugewährung mit 5 Mrd. DM oder 17 vH vergleichsweise bescheiden.[3)] Bei ihnen erreichten die Neuausleihungen der Schuldscheindarlehen im betrachteten Zeitraum durchschnittlich nur 26,8 vH ihrer Neuanlagen. Sie erwarben vorwiegend Wertpapiere, auf die mit rund 10 Mrd. DM durchschnittlich 52,9 vH des Bruttozugangs ihrer Vermögensanlagen entfielen, gegenüber durchschnittlich 21,5 vH bei der Lebensversicherung.

Die durchschnittlichen Anteilssätze verdecken natürlich die sehr unterschiedlichen Expansionsperioden, die durch verschiedene Faktoren beeinflusst wurden, welche sowohl sich auf der Seite der Kapitalnachfrage als auch auf der Seite des Kapitalangebots auswirkten.

Im Jahre 1950 dominierten bei den VU[4)] noch mit 180,6 Mio. DM eindeutig die Hypothekenforderungen, auf die 34,3 vH der Neuanlagen entfielen, während die Schuldscheinforderungen mit 157 Mio. DM einen Anteil von 29,8 vH und die Grundstücke mit 85,7 Mio. DM einen solchen von 16,3 vH erzielten. Dagegen rangierten die Wertpapiere mit 75,8 Mio DM oder 14,4 vH der Neuanlagen noch an letzter Stelle. Das Bild änderte sich jedoch bereits im folgenden Jahr. Ab 1951 überstiegen die Neuauslei-

1) Vgl. Tabelle 16.
2) Vgl. Tabelle 17.
3) Vgl. Tabelle 18.
4) Vgl. Tabelle 16.

hungen der Schuldscheindarlehen die Neuanlagen in den anderen Anlagearten. Sie entwickelten sich zur wichtigsten Anlagekategorie und erzielten fast jedes Jahr den höchsten Anteilssatz. Lediglich im Jahre 1958 sind ihre Brutto-Zugänge mit 1,3 Mrd.DM oder 35,5 vH von den Neuanlagen in Wertpapieren in Höhe von 1,4 Mrd. DM oder 38,1 vH geringfügig übertroffen worden.

Die Schuldscheindarlehensgewährung vollzog sich in unterschiedlichem Tempo. Im betrachteten Zeitraum haben die Neuausleihungen fast von Jahr zu Jahr zugenommen. Lediglich in den Jahren 1955, 1960 und 1963 lagen sie unter denen der Vorjahre.

Die Neuanlagen in Wertpapieren, die 1950 mit 75,8 Mio. DM erst 14,4 vH aller Brutto-Zugänge ausmachten, erreichten 1958 mit 1,4 Mrd. DM oder 38,1 vH ihren höchsten Anteil an den Neuanlagen. Sie nahmen zwar in den folgenden Jahren ebenfalls zumeist noch zu, jedoch weniger stark als die gesamten Neuanlagen, so daß ihr Anteil sich 1957 mit 3,1 Mrd. DM nur noch auf 30 vH belief. Demgegenüber ging der Anteil der Grundstücke und der Hypothekenforderungen, die 1950 mit 85,7 Mio. DM bzw. 180,6 Mio. DM oder 16,3 bzw. 34,3 vH ihren Höchstwert erreicht hatten, in den folgenden Jahren stark zurück. Ihr Anteil an den Neuanlagen belief sich 1959 nur noch auf 7,7 bzw. 10,9 vH und erreichte damit seinen tiefsten Stand. Die Versicherungswirtschaft legte zwar in ihnen in den späteren Jahren ebenfalls noch steigende Beträge an. Sie konnten jedoch 1967 nur 11,2 bzw. 19,2 vH aller Neuanlagen auf sich vereinen.[1)]

Das bisher gezeichnete Bild der Verteilung der Brutto-Zugänge der Vermögensanlagen aller VU ändert sich, wenn man die Entwicklung bei den einzelnen Versicherungszweigen betrachtet, da deren Anforderungen vor allem an den Liquiditätsgrad der Anlageobjekte stark divergieren. Infolgedessen dominieren bei den LVU und den Pensionskassen die langfristigen Ausleihungen in Schuldscheindarlehen und in Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen, während bei den sonstigen VU die Wertpapiere die beherrschende Anlagekategorie bilden. Dies zeigt deutlich die

1) Vgl. Tabelle 16.

Verteilung der Brutto-Zugänge an Vermögensanlagen auf die verschiedenen Anlagearten, wie sie die Tabellen 17 und 18 widerspiegeln.

Bei der LV[1] lagen 1951 und 1952 noch die Hypothekenforderungen mit einem Anteil von 39,7 vH bzw. 38 vH an den Neuanlagen vor den Schuldscheinforderungen, auf die 29,5 bzw. 29,2 vH entfielen und vor den Wertpapieren, die 11,6 bzw. 12,1 vH auf sich vereinten. Ab 1952 legten die LVU jeweils den größten Teil ihrer Neuanlagen in Schuldscheindarlehen an, deren Brutto-Zugänge sich -außer in den Jahren 1960 und 1963- jeweils auch in absoluten Beträgen erhöhten. Ihr Anteil erreichte 1959 mit 1,3 Mrd. DM oder 51,1 vH aller Neuanlagen seinen höchsten Wert. In den folgenden Jahren nahmen die von den LVU gewährten Schuldscheindarlehen zwar zumeist noch weiter zu, jedoch langsamer als der gesamte Anlagenzugang, so daß ihr Anteil im Jahre 1967 auf 34,5 vH zurückfiel.

Im gleichen Zeitraum sank auch der Anteil der Hypothekendarlehen, obwohl die Neugewährung fast ständig erhöht wurde, von 30,9 vH in 1952 auf 15,3 vH in 1959. In den späteren Jahren lag er zwischen 22,9 vH (1962) und 32,5 vH (1966).
In Wertpapieren haben die LVU zu Beginn der fünfziger Jahre nur relativ geringe Beträge investiert. Der Anteil der Wertpapiere an den Neuanlagen, der 1952 mit 8,8 vH seinen tiefsten Wert erreicht hatte, war 1958 mit 25,8 vH am höchsten. Er schwankte in den folgenden Jahren erheblich und erreichte im Jahre 1967 24,3 vH.

Während bei den LVU auf die Schuldscheindarlehen der Löwenanteil der Neuanlagen entfiel und die an zweiter Stelle liegenden Hypothekendarlehen noch vor den Wertpapieren rangierten, bevorzugten die Schaden-, Unfall- und RückVU bei der Verteilung ihrer Neuanlagen die Wertpapiere.[2] Ihr Anteil an den gesamten Neuanlagen betrug im betrachteten Zeitraum durchschnittlich fast 53 vH gegenüber einem durchschnittlichen Anteil der Schuldscheindarlehen von 26,8 vH. Ursprünglich spielten jedoch auch bei ihnen die Schuldscheindarlehen die wichtigste Rolle.

1) Vgl. Tabelle 17.
2) Vgl. Tabelle 18.

In den Jahren 1951 und 1952 war die Neugewährung von Schuldscheindarlehen höher als die Neuanlagen in anderen Anlagearten, so daß die Schuldscheindarlehen mit Anteilen von 37,2 Prozent bzw. 44,9 Prozent des Bruttozugangs aller Vermögensanlagen an der Spitze standen gegenüber einem Wertpapieranteil von 33,8 bzw. 29,2 Prozent.

Das Schwergewicht der Vermögensanlagen verlagerte sich jedoch schon ab 1953 auf den Wertpapiererwerb. Die Wertpapiere erzielten 1958 mit 68,1 vH der Neuanlagen ihren höchsten Anteil. Obwohl die Expansion der Wertpapiere vorwiegend zu Lasten der Schuldscheindarlehen ging, konnten letztere, die 1958 mit 16,5 vH ihren tiefsten Wert erreichten, in den späteren Jahren doch noch Anteile erzielen, die zwischen 23,9 vH (1963) und 34,7 vH (1966) lagen. Die Neuanlage in Schuldscheindarlehen bildete somit selbst in der Schaden-, Unfall- und Rückversicherung nach den Wertpapieren die wichtigste Anlagekategorie.

IV. Ursachen der Entwicklung

Welche Faktoren haben nun das Vordringen der Schuldscheindarlehen und die unterschiedliche Vorliebe der einzelnen Versicherungszweige für diese Anlagekategorie beeinflußt?[1)]

Die Gründe für die Expansion des Schuldscheindarlehens dürften einmal darin liegen, daß es aufgrund seiner kredittechnischen Eigenschaften sowohl den Anlagebedürfnissen der Versicherungswirtschaft als auch den Finanzierungsbedürfnissen der Darlehensnehmer entgegenkommt. Daneben mögen auch der hohe Kapitalbedarf der Wirtschaft und der öffentlichen Hand sowie die Ka-

1) Die Frage nach den Bestimmungsgründen für die Entwicklung der Schuldscheindarlehen kann nicht exakt beantwortet werden, da hierüber keine spezielle Befragung der Vermögensverwaltungen der VU existiert. Es lassen sich jedoch dadurch, daß wir die Entwicklung der einzelnen Anlagearten den gleichzeitig bestehenden Angebots- und Nachfrageverhältnissen am Kapitalmarkt gegenüberstellen, Anhaltspunkte für die Beweggründe gewinnen, von denen sich die Vermögensverwaltungen bei ihren Anlagedispositionen leiten ließen. Freilich kann das Gewicht der einzelnen Faktoren nicht quantifiziert werden. Das ist bei den folgenden Ausführungen zu beachten.

pitalmarktverhältnisse in der Nachkriegszeit eine wichtige Rolle gespielt haben. Schließlich haben wohl auch die Kapitallenkungsmaßnahmen der Regierung zu Beginn der fünfziger Jahre die Entwicklung des Schuldscheindarlehens stark gefördert.

Ihre kredittechnischen Eigenschaften zeichnen die Schuldscheindarlehen als Anlageobjekt sowohl gegenüber den Hypothekendarlehen als auch gegenüber den Wertpapieren aus. Gegenüber den Hypothekendarlehen bieten die Schuldscheindarlehen vor allem den Vorteil der kürzeren Laufzeit. Die Schuldscheindarlehen, deren Höchstlaufzeit zu Beginn der fünfziger Jahre in anbetracht der unsicheren wirtschaftlichen und politischen Entwicklung meist noch zwischen vier und sieben Jahren lag, und die seit etwa 1954 bis zu fünfzehn Jahren beträgt, werden in der Regel schon nach zwei bis vier Freijahren getilgt. Sie sind somit liquider als die sehr langfristigen Hypothekendarlehen mit Laufzeiten bis zu fünfunddreissig Jahren und mehr.

Hinzu kommt, daß die Hypothekendarlehen in vergleichsweise kleinen Beträgen gewährt werden, so daß die bei ihrer Abwicklung entstehenden Kosten sich entsprechend stärker auf ihre Rentabilität auswirken als bei Schuldscheindarlehen.

Gegenüber den Wertpapieren weisen die Schuldscheindarlehen -wie unsere Analyse ergeben hat- als Anlageobjekte vor allem den Nachteil eines geringeren Liquiditätsgrades auf. Dieser Nachteil schlägt jedoch nur bei der Sachversicherung zu Buche, die ihre Risiken schwerer kalkulieren kann als die LV, und die deshalb die Liquidität ihrer Vermögensanlagen stärker beachten muß. Er wird zudem teilweise dadurch aufgewogen, daß Schuldscheindarlehen -anders als Wertpapiere- kein "Kursrisiko" einschließen, sie somit die VU, wenn nur buchmäßige Verluste entstehen, nicht zu Abschreibungen zwingen.

Die Darlehensbedingungen der Schuldscheindarlehen -wie Laufzeit, Verzinsung, Tilgung und Kündigungsmöglichkeiten- können im Rahmen der gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften jeweils den individuellen Bedürfnissen der Vertragspartner besser angepaßt werden als z.B. die Konditionen der Wertpapiere,

ein Vorteil, der sowohl bei den Darlehensgebern als auch bei den Darlehensschuldnern ins Gewicht fällt.

Für letztere liegen weitere Vorteile "in der größeren Bewegungsfreiheit bei der Kapitalaufnahme (keine staatliche Emissionsgenehmigung, keine Publizitätspflicht,... weniger starke Abhängigkeit von der allgemeinen Kapitalmarktverfassung, keine Kurspflege usw.)".[1)]

Gefördert wurde die Entwicklung des Schuldscheindarlehens auch dadurch, daß es -wie bereits dargelegt- eine höhere Verzinsung als das Wertpapier erbringt. Trotzdem ist das Schuldscheindarlehen für den Schuldner meist billiger als eine Anleihe, weil er eine Reihe von mit der Anleiheaufnahme zwangsläufig verbundener Kosten spart, wie zB. die zeitweilig bestehende Wertpapiersteuer, Kosten des Stückedrucks, der Börseneinführung, der Prospektveröffentlichung etc.[2)]

Die Expansion des Schuldscheindarlehens wurde somit nicht nur von der Versicherungswirtschaft stark forciert. Auch die Kapitalnachfrager, besonders die Industrie, war an diesem Finanzierungsinstrument interessiert. Hierauf weist die Deutsche Bundesbank hin: "Daß die Schuldscheindarlehen eine solch überragende Stellung unter den Kapitalanlagen, vor allem in der Lebensversicherung, gewonnen haben, hängt damit zusammen, daß sie eine völlig neue Aufgabe als Finanzierungsinstrument der Privatindustrie übernommen haben. Während sie vor dem Kriege fast ausschließlich der Kreditgewährung an öffentliche Körperschaften dienten, entfielen die Schuldscheindarlehen in den Jahren seit 1950 -zum Teil mit einer gewissen, durch die Nachkriegs- und Wiederaufbaujahre bedingten Zwangsläufigkeit- von Anfang an überwiegend auf Industriekredite. Einen leistungsfähigen Kapitalmarkt gab es lange Zeit nicht, so daß die Wirtschaftsbetriebe sich ihre Investitionsmittel in kleineren Einzeldarlehen beschaffen mußten. Die Versicherer konnten sich dabei den Kreditwünschen der Industrie um so weniger entziehen, als die kreditsuchenden Betriebe nicht selten wichtige Kunden

1) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1962, S.3.
2) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1962, S.3.

der betreffenden Versicherungsgesellschaften waren".[1] Damit nennt die Deutsche Bundesbank einen weiteren Faktor für die Entwicklung der Schuldscheindarlehen, die Verbindung der Versicherungswirtschaft zur Industrie. Sie besteht nicht nur bei der Sachversicherung, sondern auch bei der LV und bei den Pensionskassen. Sie arbeiten teilweise mit den Sachversicherungsgesellschaften zusammen oder sind mit ihnen kapitalmäßig verbunden. Daneben schließen sie mit den Industrie-Unternehmen Sammelversicherungsverträge ab. Die VU waren ihrerseits an der Gewährung von Schuldscheindarlehen auch deshalb interessiert, weil sie ihnen- zumindest bei angespannter Kapitalmarktlage- die Möglichkeit zu den sog. Koppelungsgeschäften bot.

Auf welche Faktoren ist nun die unterschiedliche Schwerpunktbildung bei der Verteilung der Neuanlagen in den einzelnen Versicherungszweigen zurückzuführen?

Betrachten wir die Entwicklung der Neuanlagen der einzelnen Versicherungszweige, so zeigt sich, daß bei der LV[2] in den Jahren 1950 und 1951 zunächst noch die Hypothekenforderungen die beherrschende Anlageart bildeten, sie aber in den folgenden Jahren durch die Schuldscheindarlehen und die Wertpapiere immer stärker in den Hintergrund gedrängt wurden.

Der Rückgang des Anteils der Hypothekenforderungen an den Neuanlagen wurde im wesentlichen dadurch bewirkt, daß das Bauvolumen praktisch durch die staatlichen Wohnungsbauprogramme bestimmt wurde. "Da die Planziele stets mehr als erfüllt wurden, staatliche Mittel nur in Ausnahmefällen nicht eingesetzt werden konnten, weil die erste Hypothek nicht zu beschaffen war, muß man annehmen, daß das Angebot der traditionellen Hypothekengeber im ganzen ausgereicht hat".[3] Die VU hätten somit nur zu Lasten der Sparkassen oder Hypothekenbanken ihren Marktanteil erweitern können. "Da die Sparkassen ihnen die starke lokale Stellung, die Hypothekenbanken die Absatzorganisation voraus haben, hätten sie dies nur unter erheblichen Kosten erreichen können".[4] Zudem haben auf dem Hypothekenmarkt "die

1) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1958, S.58.
2) Vgl. Tabelle 17.
3) M.v.Bargen, a.a.O., S.165.
4) M.v.Bargen, a.a.O., S.165.

Pfandbriefinstitute, Sparkassen und Bausparkassen die traditionell stärkere Stellung,weil sie mit ihrer Darlehensgewährung vielfach Nebenleistungen verbinden, wie z.B. Vermittlung von vor- oder nachrangigen Krediten, Hilfe und Beratung bei der Beschaffung von Baugrundstücken, technische Beratung u.a.".[1] Schließlich wirkte sich auch die staatliche Förderung des Wohnungsbaus negativ auf die Hypothekenanlage der VU aus. Die zeitweilige Steuerbefreiung der sog. Sozialpfandbriefe durch das "Erste Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes"vom 15.12. 1952 (BGBl.I S. 793), ermöglichte es den Realkreditinstituten, für ihre Pfandbriefe(und damit auch im sozialen Wohnungsbau) Zinssätze festzulegen, die weit unter dem gleichzeitig geltenden Zinsniveau des freien Kapitalmarktes lagen. Die Sparkassen, die über steigende Spareinlagen verfügten, konnten ihrerseits ihre Hypothekendarlehen mit den relativ niedrig verzinslichen Spareinlagen finanzieren.

Angesichts dieser Konkurrenz war es für die VU schwierig, Konditionen durchzusetzen, wie sie am freien Markte üblich waren. Hinzu kommt, daß die großen Bauprojekte vorwiegend durch öffentliche oder öffentlich beeinflusste Wohnungsbaugesellschaften durchgeführt wurden, die sehr eng mit öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten zusammenarbeiteten. Für die VU blieben somit nur solche Hypothekendarlehen, die aus dem Kreis der Versicherten oder von Maklern an sie herangetragen wurden, wobei es sich vorwiegend um kleinere Bauprojekte handelte. Da kleinere Hypothekendarlehen häufig ebensoviel Arbeit und Kosten verursachen wie große, sie mithin eine geringere Nettoverzinsung erbringen, waren sie für die VU weniger verlockend geworden. Zudem setzten die Beleihungsrichtlinien des BAV der Beleihung gewerblich genutzter Grundstücke enge Grenzen. Praktisch dürfen nur Wohngrundstücke und eventuell auch Verwaltungsgebäude in bevorzugter Verkehrslage beliehen werden.

Bei dieser Lage des Hypothekenmarktes boten nun die Schuldscheindarlehen -neben den Wertpapieren- den VU die Möglichkeit, die Lücke auszufüllen, die durch die fehlende Nachfrage nach Hypotheken entstanden war.

1) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965, S.27

Verfolgt man die Entwicklung der Neuanlagen in Schuldscheindarlehen und Wertpapieren bei der LV und Sachversicherung in den Jahren 1951 und 1952, so fällt auf, daß die Schuldscheindarlehen bei der Sachversicherung mit einem Anteil von 37,2 vH bzw. 44,9 vH zunächst den größten Teil der Neuanlagen ausmachten, und daß zur gleichen Zeit auf die Wertpapiere nur 33,8 bzw. 29,2 vH der Neuanlagen entfielen, während in den beiden folgenden Jahren die Schuldscheindarlehen nur noch einen Anteil von 28,3 bzw. 21,4 vH erreichten, gegenüber einem Anteil der Wertpapiere von 47,2 bzw. 55,5 vH.[1)]

Dagegen blieb bei den LVU der Anteil der Wertpapiere an den Neuanlagen in den Jahren 1951 und 1952 mit 12,1 bzw. 8,8 vH relativ bescheiden. Er erreichte 1954 erst 17,1 vH, während im gleichen Zeitraum die Schuldscheindarlehen ihren Anteil von 29,2 vH im Jahre 1951 auf 47 vH in 1954 steigern konnten.[2)]

Diese Anlagepolitik der einzelnen Versicherungszweige läßt sich einmal aus ihren unterschiedlichen Liquiditätsbedürfnissen erklären. Daneben spielten wohl auch Renditeüberlegungen eine wichtige Rolle.

Die VU erwarben in den ersten Jahren nach 1948 wenig Wertpapiere, "da der völlig unterentwickelte Kapitalmarkt ihnen kaum interessante Titel bieten konnte und es keinen breiten Markt gab, der notfalls erlaubt hätte, größere Wertpapierbeträge abzustoßen".[3)] Wenig interessante Titel gab es deshalb, weil nach der Währungsreform zunächst versucht worden war, die Wertpapierzinsen möglichst niedrig zu halten, um auf diese Weise billige langfristige Kreditmittel, vor allem für den sozialen Wohnungsbau, bereitzustellen.[4)] Zu diesem Zweck hatte der sog. Kapitalverkehrsausschuß den Zinssatz für Industrie-Obligationen auf 6,5% festgelegt, wodurch ein Pfandbriefzinssatz von 5% ermöglicht wurde.[5)] Da diese Zinssätze nicht den Marktverhältnissen entsprachen, zogen die VU es vor, Schuldscheindarlehen zu gewähren. Deren Zinssätze unterlagen nicht staatlicher Regelung; sie konnten frei ausgehandelt werden.

1) Vgl. Tabelle 18.
2) Vgl. Tabelle 17.
3) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1958, S.59.
4) Geschäftsbericht der Bank Deutscher Länder für das Jahr 1948 und 1949, S. 20.
5) F.O. Bornemann, H.O. Linnhoff, Die seit der Währungsreform begebenen Industrie-Anleihen, Berlin 1958, S.42.

Um bei der herrschenden Kapitalknappheit Finanzierungsmittel zu erhalten, mußten die Darlehensnehmer einen höheren und marktgerechten Zinssatz bieten. Die Zinssätze der Schuldscheindarlehen lagen deshalb über den staatlich reglementierten Zinssätzen der Wertpapiere. Aus diesem Grunde dominierten zunächst auch bei der Sachversicherung die Schuldscheindarlehen, obwohl dieser Versicherungszweig doch auf einen hohen Liquiditätsgrad seiner Vermögensanlagen zu achten hat.

Daß die LVU trotz der geringen Rendite der Wertpapiere, ihr Engagement in ihnen vergrößert haben, obwohl sie wegen der allgemeinen Kapitalknappheit sicher mehr Schuldscheindarlehen hätten vergeben können, mag damit zu erklären sein, daß sie mit Rücksicht auf ihre hohen Ausgleichsforderungen, die bei der LVU im Jahre 1950 noch 60 vH der Vermögensanlagen ausmachten, auf eine ausreichende Liquidität ihrer Anlagebestände achten mußten. Hinzu kam, daß sie sich verpflichtet haben, die Finanzierung des Wohnungsbaus tatkräftig zu unterstützen, was auch durch den Erwerb von Pfandbriefen geschah.[1)]

Der plötzlich erfolgende Umschwung in der Anlagepolitik der Sachversicherung in den Jahren 1953 und 1954 dürfte, von ihren stärkeren Liquiditätsbedürfnissen abgesehen, vor allem durch die Verabschiedung des Kapitalmarktförderungsgesetzes bewirkt worden sein.[2)] Dieses Gesetz bot der LV keinen zusätzlichen Anreiz, ihre Wertpapieranlage zu Lasten ihrer Darlehensgewährung zu erhöhen, während die Sachversicherung ihre Wertpapierkäufe beträchtlich steigerte. Denn sie ist mit ihrem Reingewinn voll steuerpflichtig. Dagegen muß die LV nur 5 vH ihrer Überschüsse versteuern, weil sie nach den Vorschriften des BAV verpflichtet ist, mindestens 95% ihrer Überschüsse an ihre Versicherten weiterzugeben.

1) So heißt es im GB des BAV für das Jahr 1952/53 (S.21): "Durch Verpflichtung gegenüber dem Bundesminister für Wohnungsbau ist ... die Verwendung von 50% der gesamten Anlagemittel der Versicherungswirtschaft für den Wohnungsbau vorgesehen".

2) Durch dieses Gesetz (BGBl.I S. 793) wurden die nach dem 31.12. 1952 fälligen Ertragnisse aus bestimmten Schuldverschreibungen entweder gänzlich von den Ertragsteuern -Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbeertragsteuer, Notopfer Berlin- befreit oder aber einem 30%igen Kapitalertragsteuerabzug unterworfen, durch den in der Regel die Ertragsteuer auf diese Erträgnisse abgegolten waren.

Die LV war deshalb an mit niedrigen Nominalzinssätzen ausgestatteten Wertpapieren, deren Erträge von der Entrichtung der Kapitalertragssteuer etc. ganz oder teilweise befreit waren, wenig interessiert. Durch die steuerliche Sonderbehandlung der Zinserträge aus dem Deckungsstockvermögen waren für sie die steuerlichen Vorteile ohnehin gegeben. Sie achtete bei ihren Anlagedispositionen auf eine möglichst hohe Bruttoverzinsung (Ertrag vor Abzug der Steuern) ihrer Anlageobjekte, wie sie die Schuldscheindarlehen erbrachten.[1)]

Dagegen nutzte die Sachversicherung, bei der die Steuerfreiheit der Wertpapierzinsen voll wirksam war, die Chancen, die der Erwerb steuerbegünstigter oder steuerfreier Wertpapiere geboten hat. Sie bevorzugte eindeutig die Wertpapiere als Anlageobjekt.

Positiv auf die Entwicklung der Schuldscheindarlehen wirkte sich auch -wie bereits erwähnt- das Interesse der Industrie an diesem Finanzierungsinstrument aus. In den ersten Jahren nach der Währungsreform war der Kapitalmarkt noch unergiebig. Die öffentliche Hand diskriminierte zudem die Industrie-Obligation, da sie das geringe Kapitalangebot vorerst für den Wohnungsbau und für Schwerpunktprogramme einsetzen wollte.[2)] Infolgedessen mußte "der dringendste Investitionsbedarf der Industrie in größtem Umfang durch Bankkredite vorfinanziert werden, für deren Konsolidierung die Aussichten unter den damals herrschenden Kapitalmarktverhältnissen höchst ungewiß waren... Seit der Währungsreform bis Ende 1951 stammten fast 40% der von den Banken an die Industrie gegebenen mittel- und langfristigen Kredite aus Gegenwertmitteln. Diese liefen aber 1952 aus. Mit dem Wegfall dieser Finanzierungsquellen mußte sich also der Finanzbedarf der Industrie aus Kapitalmarktmitteln außerordentlich steigern".[3)] Hinzu kommt, daß das Kapitalmarktförderungsgesetz "den Kapitalmarkt völlig verzerrt

---

1) Ihre Nominalzinssätze lagen zu Beginn der fünfziger Jahre zwischen sieben und acht Prozent. Da die Darlehen jedoch mit einem Disagio ausgezahlt wurden, stieg die Effektivverzinsung zum Teil sogar auf über neun Prozent. Sie übertraf damit wesentlich die Rendite der Wertpapiere, die zwischen fünf und sechs Prozent sich bewegte.

2) Vgl. Bornemann, Linnhoff, a.a.O., S.53

3) Bornemann, Linnhoff, a.a.O., S.43.

und gespalten"hat. "Industrie-Obligationen, für die ein pauschaler Kapitalertragsteuersatz von 30 Prozent galt, mußten mit einem Zinssatz von 8 bis 8 1/2 Prozent ausgestattet werden, wenn sie mit einem 5 oder 5 1/2prozentigen Pfandbrief konkurrieren wollten, dessen Erträge völlig steuerfrei sind.... Die Industrie war gezwungen, ihre Finanzierung unter Umgehung des Kapitalmarktes auf anderem Wege, insbesondere über ... Schuldscheindarlehen zu suchen."[1]

Forciert wurde die Schuldscheindarlehensgewährung endlich auch durch die sog. Versicherungs-Sonderprogramme[2], denen Rittershausen -neben Rentabilitätserwägungen- den "entscheidenden Einfluß auf die Entwicklung des industriellen Schuldscheinkredits"[3] einräumt. Für seine Annahme spricht der sprunghafte Anstieg der Neuanlagen in Schuldscheindarlehen bei der LV im Jahre 1952.[4]

1) K. Blessing, Kapitalmarktfragen, Vortrag gehalten vor dem Ueberseeclub in Hamburg am 24.5.1957, abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln der Bank Deutscher Länder, Nr. 55 vom 29.5. 1957, S. 4.

2) Über die Versicherungs-Sonderprogramme äußert sich das BAV in seinem Geschäftsbericht für das Jahr 1952/53(S. 21) wie folgt:"Um auf dem industriellen und gewerblichen Sektor, insbesondere dem der sog. Grundstoffindustrie, eine Erleichterung in der Auswahl vordringlicher Kredite zu schaffen, sind durch den Bundesminister für Wirtschaft die sog. Versicherungs-Sonderprogramme ... aufgestellt worden. Es handelt sich bei diesen Programmen um freiwillige Erklärungen der Versicherungswirtschaft gegenüber dem Bundeswirtschaftsministerium, aus den vorgesehenen Vorschlagslisten bevorzugt Kreditanträge zu berücksichtigen".
Die zu finanzierenden Projekte konnten nach dem sog. Bukett-System von den einzelnen Versicherungsgesellschaften ausgewählt werden.
Insgesamt wurden vier Programme aufgestellt.(Siehe hierzu H.Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S.105f. und G. Bergan, Die Bedeutung der Versicherungs-Sonderprogramme und ihre Eingliederung in das Investitionsprogramm zur Wirtschaftsförderung 1954, in:Versicherungswirtschaft, 9.Jg.(1954) Nr. 20, Sonderbeilage , S. 7ff.)Aufgrund des ersten Programms, das für die Zeit vom 1.11.1952 bis 31.12.1952 galt, gewährte die Versicherungswirtschaft insgesamt für 89,1 Mio. DM Kredit an öffentliche und private Unternehmen vorwiegend der Grundstoffindustrie. Das zweite VS-Programm (vom 1.11.1952 bis 31.12.1953) erbrachte einen Finanzierungsbeitrag von 155,6 Mio. DM. Im Rahmen des dritten bzw. vierten VS-Programms, die für die Kalenderjahre 1954 bzw. 1955 galten, flossen der Wirtschaft 202,6 bzw. 186,2 Mio. DM Finanzierungsmittel zu. Der Gesamtbetrag aller im Rahmen der Programme gewährten Mittel belief sich somit auf 633,7 Mio. DM.

3) Methoden..., a.a.O., S.104.

4) Vgl. Tabelle 17.

Als im November 1951 das erste VS-Programm anlief, nahmen in der LV die Hypothekenforderungen noch 38 vH und die Schuldscheindarlehen erst 29,2 vH der Neuanlagen ein. Im folgenden Jahr lagen bereits die Schuldscheindarlehen mit 38.7 vH an erster Stelle. Sie erreichten 1954 mit 47 vH vorübergehend ihren höchsten Stand und fielen bis 1957 auf 41 vH zurück. In den Jahren 1952 bis 1954, als die VS-Programme durchgeführt wurden, entfiel jeweils der höchste Anteil der Neuzugänge auf die Schuldscheindarlehen. Diese Übereinstimmung mag zufällig sein. Immerhin kann den VS-Programmen zumindest eine Art Initialzündung für die verstärkte Schuldscheindarlehensgewährung zuerkannt werden.[1] Dagegen dürfte ihr Einfluß auf die Sachversicherung unbedeutend geblieben sein. Sie sollten die VS-Programme durch Vor- oder Zwischenfinanzierungen unterstützen.

Nach dem Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes zum Jahresende 1954 und mit der Wiederbelebung des Kapitalmarktes, die durch verschiedene, vorwiegend steuerpolitische Maßnahmen -wie z.B. Ermäßigung der Körperschaftsteuerbelastung des nicht ausgeschütteten Gewinns von 60% auf 45 %, Senkung der Einkommensteuer etc.- gefördert wurde, ging der Anteil der Schuldscheindarlehen an den Neuanlagen der VU allmählich zurück, da diese ihr Wertpapierengagement verstärkten. So investierte die Sachversicherung im Jahre 1958 68,1 vH ihrer Neuanlagen in Wertpapieren, nachdem deren Anteil 1956 vorübergehend auf 44 vH zurückgefallen war, und nur noch 16,5 vH in Schuldscheindarlehen, die 1956 noch einen Anteil von 27,3 vH erreichen konnten.[2]

Der relativ hohe Anteil der Schuldscheindarlehen in 1956 war vorwiegend darauf zurückzuführen, daß die Sachversicherung den Erwerb kursempfindlicher und damit unter Umständen abschreibungsbedürftiger Wertpapiere scheute, nachdem als Folge der im Herbst 1955 eingeleiteten restriktiven Notenbankpolitik sich der Kapitalmarktzins sehr stark erhöht hatte bzw. die Kurse der niedrig verzinslichen Wertpapiere sehr tief gefallen waren.[3] Die Sachversicherung verstärkte deshalb in dieser

1) So auch M.v.Bargen, a.a.O., S.159 und S. 166.
2) Vgl. Tabelle 18.
3) Die Kursrückgänge zwingen die VU nicht nur zu etwaigen Abschreibungen, sie schränken auch die Liquidität der unterverzinslichen Titel ein,weil die VU sich scheuen, diese Titel zu veräußern und die dann effektiv werdenden Kursverluste in Kauf zu nehmen.

Phase ihr Neuengagement in nicht abschreibungspflichtigen Schuldscheindarlehen.

Ähnlich verhielt sich auch die LV. Bei ihr fiel der Anteil der Neuanlagen in Wertpapieren, der 1955 noch 18,1 vH erreicht hatte, im folgenden Jahr auf 14,1 vH. Für die LV wurde die Wertpapieranlage eigentlich erst wieder ab 1957 interessant, als die öffentliche Hand und die Realkreditinstitute hochverzinsliche tarifbesteuerte Wertpapiere mit Nominalzinssätzen zwischen 7,5 und 8 Prozent auflegten, die sie unter pari ausgaben. Die LVU legten deshalb 1957 20 und 1958 sogar 25,8 vH ihrer anlagefähigen Mittel in Wertpapieren an und hielten mit der Vergabe von Schuldscheindarlehen zurück, so daß deren Anteil von 44,4 vH in 1956 auf 41,8 vH in 1958 sank.[1)]

Die starke Zunahme der Schuldscheindarlehen in 1959, als bei den VU mit 2 Mrd. DM 41 vH, und bei der LV mit rund 1,4 Mrd.DM sogar 51,1 vH ihrer Neuanlagen auf Schuldscheindarlehen entfielen, "dürfte sich zum Teil daraus erklären, daß nach Heraufsetzung der Wertpapiersteuer im Mai 1959 von 1,5 auf 2,5%, durch die im wesentlichen nur die Emissionen von Industrie-Obligationen belastet wurden, die Industrie die Aufnahme von Schuldscheindarlehen, für die in der Praxis keine Wertpapiersteuer zu entrichten ist, der Anleihebegebung vorzog".[2)]

---

1) Vgl. Tabelle 17.

2) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965, S.25. Zwar waren auf Grund des Gesetzes zur Änderung verkehrssteuerrechtlicher Vorschriften vom 25. Mai 1959 (BGBl.I S. mit dem die Wertpapiersteuer von 1 auf 2,5% erhöht wurde, "auch Schuldscheine, sofern sie im Inland ausgestellt sind und über Teile eines Gesamtdarlehens lauten, der Wertpapiersteuer unterworfen" (Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1962, S.3). Da die Bestimmungen des Gesetzes jedoch sehr ungenau abgefasst waren, gelang es der Praxis Konstruktionen zu entwikkeln -wie z.B. das Verbot der mehrmaligen Abtretung der Teildarlehen oder der Verzicht auf die Ausstellung von Schuldscheinen- durch die die Steuerbelastung vermieden werden konnte. Damit war es für die Industrie lohnender, sich die Finanzierungsmittel durch die Aufnahme von Schuldscheindarlehen zu beschaffen.
Die Wertpapiersteuer wurde durch das Gesetz zur Änderung des Einkommensteuergesetzes, des Körperschaftsteuergesetzes und des Kapitalverkehrsteuergesetzes (Kuponsteuergesetz) vom 27.3.1965 (BGBl.I, S. 147) rückwirkend zum 1.1.1965 abgeschafft. Gleichzeitig wurde eine 25%ige Kapitalertragsteuer auf die Zinsen deutscher festverzinslicher Wertpapiere im Besitz von Gebietsfremden eingeführt, die erstmals zum Zinstermin vom 1.7.1965 erhoben wurde.

Während in den fünfziger Jahren vor allem wirtschafts- und steuerpolitische Maßnahmen die Anlagestruktur der einzelnen Versicherungszweige bestimmt haben, wurde sie in den folgenden Jahren mehr von der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung und den Verhältnissen auf den einzelnen Teilmärkten des Kapitalmarktes beeinflußt.

Verschlechterten sich die Verhältnisse am Wertpapiermarkt, so scheuten die VU wegen der drohenden Kursrückgänge und des damit verbundenen Vertrauensschwundes den Erwerb kursempfindlicher Wertpapiere. Sie bevorzugten statt ihrer Anlageobjekte, die wie die Schuldscheindarlehen und Hypotheken zum Nennwert bilanziert werden können. Solche Darlehen können sie freilich nurin dem Umfang gewähren, wie sie bei ihnen nachgefragt werden. Bei relativ hohem Zinsniveau pflegt sowohl die Nachfrage nach Hypotheken- als auch nach Schuldscheindarlehen nachzulassen; die Nachfrage nach Hypothekendarlehen allerdings nur, wenn es sich um den frei finanzierten Wohnungsbau handelt. Wird er stark mit öffentlichen Mitteln gefördert- wie es in der Bundesrepublik der Fall ist- so reagiert er nur schwach auf Zinserhöhungen.

Dagegen scheut die Industrie im allgemeinen davor zurück, sich bei hohem Kapitalzins langfristig zu verschulden. Kann der dadurch bedingte Nachfrageausfall nicht durch eine entsprechende Mehrnachfrage nach Schuldscheindarlehen von der öffentlichen Hand oder den Kreditinstituten aufgewogen werden, so müssen die VU versuchen, ihre Mittel, wenn sie das Kursrisiko der Wertpapieranlage scheuen, verstärkt in Hypothekendarlehen und in Grundstücken zu investieren.

Dieses Verhalten spiegelt deutlich die Entwicklung der Neuanlagen der Versicherungswirtschaft in den Jahren 1961/62 und 1965/66 wider.[1)]

Im Jahre 1961 stieg der Kapitalzins bis zum Herbst wieder auf etwas über 6%, nachdem er um die Jahresmitte weniger als 5,5% betragen hatte.[2)] Wegen des steigenden Kapitalzinses bzw. wegen der sinkenden Wertpapierkurse, investierten die LVU in

1) Vgl. Tabellen 17 und 18.
2) Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1961, S.38.

1961 nur noch 586 Mio.DM oder 18,1 vH der Neuanlagen in Wertpapieren gegenüber 652 Mio. DM oder 22,8 vH. im Jahre 1960. Sie verstärkten ihre Neuanlagen in Schuldscheindarlehen, Hypotheken und Grundstücken. Aber während 1960 die Neuausleihungen der Schuldscheindarlehen mit rund 1,2 Mrd. DM noch einen Anteil von rund 42 vH auf sich vereinten, ging dieser 1961, obwohl die LVU ihre Neuausleihungen auf 1,3 Mrd. DM erhöht haben, nunmehr auf 40,6 vH zurück, da sie mehr Hypothekendarlehen gewährten, so daß deren Anteil mit 886 Mio. DM 27,3 vH erreichte. Sie bevorzugten diese Anlageform , weil sie aufgrund des erhöhten Kapitalzinses wieder lohnend erschien, und wohl auch, weil es für die sich über die Begebung von Pfandbriefen refinanzierenden Realkreditinstitute schwieriger wurde, die für ihr Aktivgeschäft erforderlichen Finanzierungsmittel in genügendem Umfang zu beschaffen. Zwar waren auf sie im Jahre 1961 "mit insgesamt gut 5 Mrd. DM ... mehr als 50 vH aller über die Wertpapiermärkte aufgebrachten Finanzierungsmittel und gut drei Viertel des am Rentenmarkt erzielten Kapitalaufkommens"[1] entfallen. Da jedoch die Nachfrage nach Hypothekendarlehen wegen des anhaltenden Baubooms, der noch durch die staatliche Förderung des Wohnungsbaus forciert wurde,[2] das Angebot der Realkreditinstitute, der Sparkassen und der Bausparkassen weit übertraf, kamen nun auch wieder die LVU als Darlehensgeber zum Zuge.

Auch die Sachversicherung erwarb weniger Wertpapiere, so daß deren Anteil von 57 vH (in 1960) auf 47 vH(in 1962) zuruckging.[3]

In den Jahren 1963 und 1964 hielten die VU mit der Schuldscheindarlehensgewährung zurück. Sie erhöhten ihre Wertpapierkäufe und gewährten mehr Hypothekendarlehen.[4] Der verstärkte Wertpapiererwerb ist wohl darauf zurückzuführen, daß sowohl 1962 als auch 1963 dem Rentenmarkt stärkere Rückschläge erspart geblieben sind, so daß die Kurs- und Zinsentwicklung stetiger verlief als in früheren Jahren.[5] "Diese Stetigkeit hat sicherlich dazu beigetragen, das Vertrauen der Anleger zu stärken"[6] und somit auch den VU den Wertpapiererwerb wieder reizvoll er-

1) Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1961,S.39.
2) Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1961,S.55.
3) Vgl. Tabelle 18.
4) Vgl. Tabelle 16.
5) Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1962,S.59.
6) Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1963,S.49.

scheinen lassen. Hinzu kam, daß vor allem im Jahre 1962 "die Zahl derjenigen Industrien zugenommen (hat), in denen die Konjunktur merklich abflaute oder sogar Rezessionserscheinungen festzustellen waren...".[1] Da dies bis etwa Mitte 1963 der Fall war, waren der Ausdehnung der Schuldscheindarlehen auch von der Nachfrageseite Grenzen gesetzt.

Der Einfluß, den die allgemeine wirtschaftliche Lage, insbesondere aber der Einfluß, den die Kapitalmarktverhältnisse auf die Anlagestruktur ausüben, wird besonders deutlich, wenn wir die Entwicklung in den Jahren 1965 bis 1967 verfolgen. Nachdem die Wirtschaft der Bundesrepublik[2] im Jahre 1964 ihren vierten Boom seit der Währungsreform erlebt hatte und die Hochkonjunktur bis zu Beginn des Jahres 1966 fortdauerte, begann gegen Ende des Jahres 1966 eine deutliche Konjunkturabschwächung, die in den ersten Monaten des Jahres 1967 am stärksten ausgeprägt war. Der Umschwung in der Wirtschaftslage setzte erst im März und April 1967 ein, als die inländischen Investoren wieder mehr Aufträge an die Industrie vergaben als vorher.

Im gleichen Zeitraum ergaben sich am Rentenmarkt tiefgreifende Veränderungen. Der Rentenmarkt, auf dem Anfang 1964 noch 5 1/2 und 6%ige Neuemissionen üblich waren, geriet durch die am 23. März 1964 erfolgte Ankündigung einer 25%igen Kapitalertragsteuer auf die Zinsen deutscher festverzinslicher Wertpapiere im Besitz von Gebietsfremden (Kuponsteuer)[3], mit der dem Kapitalimport gewehrt werden sollte, unter Abgabedruck des Auslandes, der auch durch die Stützungskäufe der Banken nicht aufgefangen werden konnte, so daß die Kurse der Rentenwerte allgemein zurückgingen.[4] Diese Tendenz wurde durch die restriktive Notenbankpolitik der Deutschen Bundesbank noch verstärkt, da nunmehr auch die Kreditinstitute als Wertpapierkäufer ausfielen. Da die Nachfrage am Rentenmarkt unvermindert anhielt, fielen die Kurse weiter. Der im Juni 1965 erreichte Nominalzins von 7% war schon im Juli nicht mehr zu halten. "Die re-

1) Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1962, S.2.
2) Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für die Jahre 1965ff.
3) Über die kapitalmarktpolitische Bedeutung der Kuponsteuer: S. Menrad, Die Auswirkungen der Kuponsteuer, in: Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft, 86.Jg.(1966) S. 310-333.
4) Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1964, S.59.

lativ geringe Ergiebigkeit des Marktes bei drängender Kreditnachfrage gab dem Bundeswirtschaftsminister Ende Juli Anlaß, fürs erste neue Emissionen von Inhaberschuldverschreibungen nichtstaatlicher Emittenten ... nach § 795 BGB nicht mehr zu genehmigen. Dieser zeitweilige Genehmigungsstop, der ab September wieder gelockert und schließlich aufgehoben wurde, sollte dem Wertpapiermarkt eine Atempause geben und den in raschem Tempo fortschreitenden Zinsanstieg bremsen".[1] Diese Maßnahmen reichten jedoch nicht aus. Der Kursverfall ging weiter. Die durch sie betroffenen Kapitalnachfrager, insbesondere die industriellen Unternehmen, wurden durch sie vielmehr auf den Schuldscheinmarkt abgedrängt.

Auch die Anfang Mai 1966 von den öffentlichen Emittenten am sog."Runden Tisch" getroffene Vereinbarung, keine neuen Anleihen aufzulegen, konnte die Abwärtsbewegung der Kurse nicht aufhalten. Im August 1966, am Tiefpunkt der Kursbaisse, wurden 7%ige Pfandbriefe mit 89%, 6%ige Ausgaben mit 80% und 5 1/2%-ige Papier sogar nur mit 78% notiert. Im Zuge dieser Entwicklung stieg die Durchschnittsrendite aller umlaufenden Rententitel auf über 8%. Gleichzeitig wurden freilich am Schuldscheindarlehensmarkt bis zu 10% und mehr bewilligt.[2]
Erst in der zweiten Hälfte des Jahres 1966 tendierten die Kurse der Rentenwerte wieder nach oben. Diese Entwicklung hielt bis Mitte April an, als das Kapitalzinsniveau sich wieder auf den Stand von Mitte 1965 zurückgebildet hatte. In der folgenden Zeit erhöhte sich der Kapitalzins nur noch geringfügig.

Die erheblichen Kursrückgänge am Rentenmarkt in den Jahren 1965 und 1966 hatten zur Folge, daß sich die VU beim Kauf von Rentenwerten zurückhielten. So ging der Anteil der Wertpapiere an den gesamten Neuanlagen bei der Sachversicherung von 58,6% in 1964 auf 44,5% in 1966 zurück. Erst als die Kurse wieder stiegen, kauften sie erneut mehr Wertpapiere, so daß diese ihren Anteil an den Neuanlagen im Jahre 1967 auf 48,7% steigern konnten.[3] Ähnlich verhielt sich die Lebensversicherung.[4]

Der zeitweilig verminderte Wertpapiererwerb der VU kam sowohl

1)Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1965,S.67f.
2)Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1966,S.62.
3)Vgl. Tabelle 18.
4)Vgl. Tabelle 17.

der Neugewährung von Hypotheken- und Schuldscheindarlehen als auch dem Erwerb von Grundstücken zugute.

Die Sachversicherung gewährte im Jahre 1965 für 526 Mio.DM und im Jahre 1966 für 783 Mio. DM Schuldscheindarlehen, die damit 27,4 bzw. 34,7 % aller Neuanlagen auf sich vereinten. Dagegen verringerten sie ihr Angebot am Schuldscheinmarkt im Jahre 1967 auf 725 Mio. DM, so daß ihr Anteil auf 32,8% zurückging.[1)]

Die LVU liehen zwar sowohl 1965 als auch 1966 stets höhere Beträge als in früheren Jahren als Schuldscheindarlehen aus. Jedoch blieben die Anteile dieser Anlagekategorie mit 32,3 bzw. 33,3% unter dem Stand, den sie 1964 mit 33,7% erreicht hatten. Erst 1967 erhöhte sich ihr Anteil wieder auf 34,5%.[2)]

Der verringerte Anteil der Schuldscheindarlehen in 1965 und 1966 bei den LVU ist wohl damit zu erklären, daß die Industrieunternehmen mit der Aufnahme neuer Schuldscheindarlehen wegen des hohen Kapitalzinses zurückhielten,[3)] und die fehlende Nachfrage nicht voll durch die zusätzliche Nachfrage der öffentlichen Hand ausgeglichen werden konnte,[4)] so daß die LVU mangels geeigneter Möglichkeiten am Schuldschein- und Wertpapiermarkt auf den Hypothekenmarkt gedrängt wurden. Auf die Hypothekendarlehen entfielen deshalb im Jahre 1965 mit 1,57 Mrd. DM 29,2% und in 1966 mit 1,85 Mrd. DM sogar 32,5% ihrer Neuanlagen, nachdem sie 1964 mit 1,2 Mrd. DM erst einen Anteil von 27,2% erreicht hatten. Als sich 1967 auch die Baukonjunktur abschwächte, und damit die Nachfrage nach Hypothekendarlehen abflaute, fiel ihr Anteil wieder auf 25,2% zurück.

Unsere Analyse der Entwicklung der Neuanlagen der einzelnen Anlagekategorien hat ergeben, daß die VU bei der Auswahl ihrer Anlageobjekte die wechselnden Marktchancen wahrgenommen haben. Daß der Anteil der hochverzinslichen Schuldscheindarlehen bei der Sachversicherung im Durchschnitt nur 26,8%, bei der LV jedoch 38,1% erreicht hat, ist auf die unterschiedlichen Liquiditätsbedürfnisse dieser beiden Versicherungszweige zurückzu-

1)Vgl. Tabelle 18.
2)Vgl. Tabelle 17.
3)Vgl. BAV GB 1965, S. 18 und GB 1966, S. 19.
4)Dies zeigt sich, wenn man die Entwicklung der gem.§68Abs.2 S.3VAG genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen betrachtet. Vgl.BAV GB 1965, S. 18 und 1966, S. 19.

führen. Wenn die Schuldscheindarlehen diese Durchschnittssätze zeitweilig überschritten haben, so vorwiegend deshalb, weil beim Erwerb von Wertpapieren Kursverluste gedroht hätten und/oder weil der Kapitalmarktzins infolge staatlicher Reglementierung nicht marktgerecht gewesen ist.

V. Die Bedeutung der Individualversicherung für die langfristige Investitionsfinanzierung

Nachdem wir die Entwicklung des Schuldscheindarlehensvolumens dargestellt haben, soll nunmehr untersucht werden, welche Bedeutung die Individualversicherung für die langfristige Investitionsfinanzierung, insbesondere der Industrie, erlangt hat und in welchem Umfang die verschiedenen Darlehensnehmergruppen jeweils Schuldscheindarlehen beansprucht haben. Zu diesem Zweck teilen wir die Schuldscheindarlehensbestände der VU nach Darlehensnehmergruppen auf.

1. Aufteilung der Schuldscheindarlehensbestände nach Darlehensnehmergruppen

Wie aus der Tabelle 9 hervorgeht, stehen im betrachteten Zeitraum von 1951 bis 1966 die privaten Industrieunternehmen bei allen erfassten Versicherungszweigen als Darlehensschuldner mit Abstand an erster Stelle. Von den gesamten Darlehensbeständen in Höhe von 17,2 Mrd. DM zum Jahresende 1966 entfielen mit rund 7 Mrd. DM über 40% aller Schuldscheindarlehen auf Industrieunternehmen. Die öffentlichen Stellen -Bund, Länder und andere Körperschaften des öffentlichen Rechts außer den öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten- folgen mit 4,4 Mrd. DM oder einem Anteil von rund einem Viertel auf dem zweiten Platz. Sie liegen damit noch vor den Kreditinstituten, auf die mit 3,5 Mrd. DM rund ein Fünftel der Darlehensbestände entfällt, und auch noch vor den öffentlichen Unternehmen, die mit 1,5 Mrd. DM fast ein Zehntel aller Darlehensbestände auf sich vereinen.

Die Rolle der Versicherungswirtschaft als Finanzier der ge-

werblichen Wirtschaft wird noch deutlicher, wenn wir die an die gewerbliche Wirtschaft gewährten Schuldscheindarlehen dem im gleichen Zeitpunkt vorhandenen Umlauf an Industrie-Obligationen und Wandelschuldverschreibungen gegenüberstellen, der zum Jahresende 1966 6,8 Mrd. DM betrug.[1)]

Da Industrie-Obligationen und Wandelschuldverschreibungen sowohl von privaten als auch von öffentlichen Unternehmen -Strom-, Gas- und Wasser-Versorgungsbetriebe sowie Verkehrsbetriebe- emittiert werden, müssen wir auch die an die privaten und öffentlichen Betriebe gewährten Schuldscheindarlehen zusammenfassen. Auf sie entfallen dann zum Jahresende 1966 mit 8,6 Mrd.DM rund die Hälfte aller Darlehensbestände. Die Versicherungswirtschaft stellte somit allein durch ihre Darlehensgewährung der gewerblichen Wirtschaft 1,8 Mrd. DM mehr an Finanzierungsmitteln zur Verfügung, als diese über Industrie-Obligationen und Wandelschuldverschreibungen am Wertpapiermarkt aufgenommen hat.

Dabei ist der Betrag, der der gewerblichen Wirtschaft als Schuldscheindarlehen zugeflossen ist, in der Tat noch um einiges höher, da wir bei unserer Berechnung die von den Kreditinstituten aufgenommenen Darlehensmittel nicht berücksichtigt haben, die größtenteils mittelbar ebenfalls der Industriefinanzierung dienen.[2)] "Denn auch bei dem in der Statistik ausgewiesenen erheblichen Posten Darlehen an Geld- und Kreditinstitute handelt es sich nur in Ausnahmefällen um Globaldarlehen zur allgemeinen Verfügung der Bank, in der Regel um Refinanzierungsdarlehen, die von vornherein für einen Gewerbebetrieb als Enddarlehensnehmer bestimmt und auf dessen Verhältnisse zugeschnitten sind".[3)]

Bezieht man die Darlehensgewährung an die Kreditinstitute in die Berechnung mit ein, so ergibt sich, daß die Versicherungswirtschaft zum Jahresende 1966 mit 13 Mrd. DM rund 70% ihrer Schuldscheindarlehen der gewerblichen Wirtschaft gewährt hat, also fast den doppelten Betrag, der der gewerblichen Wirtschaft über Anleiheemissionen zugeflossen ist.

1)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1968, S. 101.
2)Auch bei den Schuldscheindarlehen an die öffentlichen Stellen und an "Sonstige" dürften sich teilweise für die gewerbliche Wirtschaft bestimmte Gelder befinden. Sie lassen sich jedoch mangels genauerer statistischer Angaben nicht aufschlüsseln.
3)M.v.Bargen, a.a.O., S.167.

Bereits aus dieser Gegenüberstellung wird deutlich, welches Gewicht das Schuldscheindarlehen gegenüber der Industrie-Obligation als Finanzierungsmittel der Industrie erlangt hat.

Hierbei ist freilich zu beachten, daß die Darlehensnehmer einen Teil der Darlehensmittel zur Finanzierung des Wohnungsbaus aufgenommen haben. Doch ging der Anteil dieser Darlehen etwa seit Mitte der fünfziger Jahre ständig zurück. Hatten die zur Finanzierung des Wohnungsbaus bestimmten Schuldscheindarlehen der VU per Ende 1951 noch einen durchschnittlichen Anteil von rund 20% aller Darlehensbestände erreicht, so machen sie zum Jahresende 1966 nur noch 6,5% aus.[1)]

Welche Wirtschaftszweige sind nun durch die Schuldscheindarlehensgewährung der Versicherungswirtschaft besonders begünstigt worden?

Hierüber unterrichtet die Tabelle 11, welche die Bestände an Schuldscheinforderungen und Darlehen der aufsichtspflichtigen VU nach Wirtschaftszweigen aufgliedert.[2)]

Der überwiegende Teil der Schuldscheindarlehen kam der Industrie zugute, der, wenn man die Energiewirtschaft und Wasserversorgung (12,7%) dazurechnet, fast die Hälfte aller Darlehensmittel zugeflossen sind. Bei den anderen Industriezweigen rangieren die Eisen- und NE-Metallerzeugung mit einem Anteil von 8,2% an erster Stelle, dicht gefolgt von der Chemischen Industrie und Mineralölverarbeitung(7,5%) und dem Stahl-, Maschinen- und Fahrzeugbau (6,6%). Der Bergbau folgt mit 4%. Er liegt noch vor der Elektrotechnik, Feinmechanik und Optik (3,2%). Die sonstigen Industriezweige erreichen zusammen nur einen Anteil von 4,5%.

1)Vgl. auch Tabelle 10, die zeigt, daß bei den LVU zum Jahresende 1965 nur noch die öffentlichen Stellen (8%) und die Kreditinstitute (20,3%) nennenswerte Darlehensbeträge dem Wohnungsbau zugeführt haben.

2) Sie erfasst zwar nur 98,8% des Darlehensbestandes der berichtenden VU und enthält auch nicht die Darlehensgewährung der Pensionskassen und der kleineren Kranken-, Schaden- und UnfallVU, so daß die in der Tabelle aufgeführten absoluten Zahlen kein vollständiges Bild über den Umfang der Darlehensgewährung vermitteln. Da die Schuldscheindarlehen der VU und der Pensionskassen jedoch weitgehend ähnlich strukturiert sind, können die in der Tabelle enthaltenen Prozentsätze als repräsentativ für die Darlehensgewährung der Versicherungswirtschaft gelten.

Bei den anderen Wirtschaftszweigen dominieren die öffentlichen Stellen mit einem Anteil von über einem Viertel und die Kredit- und Finanzierungsinstitute, die 22% aller Darlehensmittel beanspruchten. Dagegen blieben die Anteile der sonstigen Wirtschaftszweige jeweils unter einem Prozent.

Bei den öffentlichen Stellen entfallen allein 54,4% der von ihnen aufgenommenen Darlehensmittel auf die Gemeinden und Gemeindeverbände, 21,4% auf die Länder und Stadtstaaten und 16,9% auf Bundesbahn und Bundespost. Der Bund erlangt demgegenüber als Darlehensschuldner praktisch keine Bedeutung. Sein Anteil liegt unter einem Prozent.

2. Aufteilung und Bestimmungsfaktoren der Neuausleihungen nach Darlehensnehmergruppen

Nachdem wir bereits auf einige, für die Expansion der Schuldscheindarlehen allgemein maßgebende Faktoren hingewiesen haben, wollen wir nunmehr darlegen, welche Darlehensbeträge den einzelnen Darlehensnehmergruppen in der Nachkriegszeit jeweils zugeflossen sind und welche Faktoren hierfür jeweils bestimmend waren. Da -wie bereits erwähnt- die Veränderung der Darlehensbestände die Anlagepolitik der VU nur unvollständig widerspiegelt, legen wir unserer Analyse auch hier die Entwicklung der Neuanlagen in Schuldscheindarlehen zugrunde, und stellen diese der Entwicklung des Brutto-Absatzes der Industrie-Obligationen gegenüber. Der Vergleich der Neuausleihungen an die öffentlichen und privaten Unternehmen mit dem gleichzeitig erfolgten Brutto-Absatz an Industrie-Obligationen ermöglicht es uns, die (quantitative) kapitalmarktpolitische Bedeutung der Schuldscheindarlehen und insbesondere das Konkurrenzverhältnis zwischen diesen beiden Finanzierungsinstrumenten aufzuzeigen.

Wie aus der Tabelle 19[1] zu ersehen ist, haben die VU im betrach-

1) Die Tabelle enthält die Brutto-Zugänge der Schuldscheindarlehen der vierteljährlich berichtenden VU für den Zeitraum von 1951 bis 1967. Sie erfasst nicht die Schuldscheindarlehen der Krankenversicherung, die in der Statistik des BAV nicht nach Darlehensnehmern aufgeschlüsselt werden, und sie enthält die Neuanlagen in Schuldscheindarlehen der größeren Pensionskassen erst für die Jahre 1958ff. Über die Brutto-Zugänge der Schuldscheindarlehen der LVU und der Sachversicherung: Vgl. Tabellen 20 und 21.

teten Zeitraum (1951-1967) den größten Teil ihrer Neuausleihungen den privaten Unternehmen zur Verfügung gestellt. Sie erhielten mit rund 10,7 Mrd. DM durchschnittlich 38,4% aller Darlehensmittel. Rechnet man noch die von den öffentlichen Unternehmen beanspruchten Schuldscheindarlehen hinzu, so entfallen auf die Wirtschaftsunternehmen mit 12,6 Mrd. DM durchschnittlich 45,5% aller Neuanlagen in Schuldscheindarlehen.

Die quantitative Bedeutung der Darlehensgewährung der VU für die Investitionsfinanzierung der Industrie wird noch deutlicher, wenn wir sie dem Brutto-Absatz an Industrie-Obligationen und Wandelschuldverschreibungen gegenüberstellen, der im gleichen Zeitraum 11,7 Mrd. DM erreicht hat.[1)] Die Versicherungswirtschaft stellte somit durch ihre Darlehensgewährung den Wirtschaftsunternehmen fast 900 Mio. DM mehr zur Verfügung, als diesen im gleichen Zeitraum über die Begebung von Anleihen zugeflossen sind.

Dabei haben wir außer acht gelassen, daß auch die Kreditinstitute, die bei den VU über 6,2 Mrd. DM Darlehensmittel aufgenommen haben, den größten Teil dieser Gelder ebenfalls der Industriefinanzierung zuführen. Zählt man die Kreditaufnahme der Banken zu den Darlehensaufnahmen der privaten und öffentlichen Unternehmen hinzu, so können wir den den Wirtschaftsunternehmen von der Versicherungswirtschaft insgesamt zur Verfügung gestellten Finanzierungsbeitrag mit 18 bis 19 Mrd. DM veranschlagen.

Die öffentlichen Stellen, die die zweitstärkste Darlehensnehmergruppe bilden, haben rund 6,7 Mrd. DM oder durchschnittlich 24% der Neuausleihungen beansprucht.

In den einzelnen Jahren hat sich die Neuverschuldung der Darlehensnehmergruppen sehr unterschiedlich entwickelt, wobei der Anstieg der Neuverschuldung sich im Laufe der Zeit tendenziell fühlbar verstärkt hat. War die Neuverschuldung -jeweils im Durchschnitt der Jahre gerechnet- in den Jahren 1951 bis 1955 bei der Industrie erst um 274 Mio.DM (bei den öffentlichen Stellen um 113 Mio. DM, bei den Kreditinstituten um 110 Mio. DM) und in den Jahren 1956 bis 1960 um 683 Mio. DM

1) Vgl. Tabelle 19.

(245 bzw. 246 Mio. DM) gestiegen, so erhöhte sie sich in den Jahren 1961 bis 1965 durchschnittlich um 1,125 Mrd. DM (508 bzw. 423 Mio.DM).

Hatten die VU in den Jahren 1951 bis 1956 der Industrie stets von Jahr zu Jahr zunehmende Darlehensmittel zur Verfügung gestellt, so ging im Jahre 1957 erstmals in der Nachkriegszeit die Neugewährung der Schuldscheindarlehen an die Wirtschaftsunternehmen dem absoluten Betrage nach zurück, nämlich von 452,3 Mio. DM(1956) auf 382,9 Mio. DM(1957), wodurch sich auch ihr Anteil an den gesamten Neuausleihungen von 55% auf 42,5% reduziert hat. Gleichzeitig ist jedoch die Darlehensgewährung an die öffentlichen Stellen -von 134,4 Mio.DM auf 214,3 Mio.DM- und an die Kreditinstitute -von189,1 Mio.DM auf 244 Mio. DM- gestiegen.

Der Rückgang der Neuverschuldung der Industrie verleitete die Deutsche Bundesbank zu der voreiligen Folgerung, im Zusammenhang mit der lebhaften Emissionstätigkeit der Industrie im Jahre 1957 habe sich eine gewisse Korrektur der Entwicklungstendenzen angebahnt,"und zwar sowohl hinsichtlich der Kreditnehmer, die wieder mehr zu den traditionellen Formen der Kapitalbeschaffung über den Wertpapiermarkt zurückkehren, als auch bezüglich der Anlagepolitik der Versicherungsunternehmen, die nach dem Erscheinen hochverzinslicher tarifbesteuerter Anleihen die Vorzüge des Rentenpapiers wieder mehr schätzen".[1] Die Ansicht der Deutschen Bundesbank wurde jedoch bereits durch die Entwicklung in den beiden folgenden Jahren widerlegt, als die Industrie mit 730,9 Mio. DM (1958) und mit 1,18 Mrd. DM (1959) mehr Darlehensmittel aufgenommen hat als in den einzelnen Jahren zuvor und die Industrie-Darlehen im Jahre 1959 einen Anteil von 60,9% an den gesamten Neuausleihungen erreichten.

Die geringere Darlehensverschuldung der Industrie im Jahre 1957 dürfte sich teilweise daraus erklären, daß die Industrie angesichts des relativ hohen Zinsniveaus und wegen der sich im Laufe des Jahres 1957 entspannenden Konjunkturlage zumindest

1)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1958, S. 59.

vereinzelt mit der Neuaufnahme von Schuldscheindarlehen zurückgehalten hat. Wahrscheinlicher ist jedoch, daß sie mit ihrer Darlehensnachfrage deshalb nicht zum Zuge gekommen ist, weil die VU die Darlehensvergabe an die (relativ) sicheren öffentlichen Stellen und Kreditinstitute bevorzugt haben . Denn daß die Industrie weiterhin einen hohen Kapitalbedarf hatte, zeigt der im Jahre 1957 erzielte Brutto-Absatz von Industrie-Obligationen und Wandelschuldverschreibungen, der mit 931,1 Mio.DM das Absatzergebnis des vorhergehenden Jahres um 367,4 Mio. DM übertroffen hat.[1)]

Bei den öffentlichen Stellen haben Bundesbahn, Bundespost und die Länder "über Anleihen und Schuldscheindarlehen in verhältnismäßig großem Umfang Kreditmittel aufgenommen".[2)] Daneben haben sich vor allem die Gemeinden und Gemeindeverbände stark verschuldet, da sie "als wichtigste Träger der öffentlichen Infrastrukturaufgaben .... in erheblichem Umfang Ausgaben zu leisten hatten, die sie angesichts der dafür unzureichenden Ausstattung mit ordentlichen Deckungsmitteln nicht aus ihren laufenden Einnahmen finanzieren konnten".[3)] Die erhöhte Darlehensverschuldung der Kreditinstitute schließlich mag darauf zurückzuführen sein, daß sie wegen der Restriktionsmaßnahmen der Deutschen Bundesbank sich verstärkt um Schuldscheindarlehen bemüht haben,um sie an die Industrie und an die Gemeinden weiterzuleiten.

Das starke Wachstum der Neuverschuldung der Industrie im Jahre 1959 dürfte sich -wie bereits oben erwähnt- "zum Teil daraus erklären, daß nach Heraufsetzung der Wertpapiersteuer im Mai 1959 von 1,5 auf 2,5%, durch die im wesentlichen nur die Emissionen von Industrieobligationen belastet wurden, die Industrie die Aufnahme von Schuldscheindarlehen, für die in der Praxis keine Wertpapiersteuer zu entrichten ist, der Anleihebegebung vorzog".[4)] Der Anstieg ihrer Neuverschuldung war daneben auch eine Folge ihres erhöhten Investitionsbedarfs, da durch die "wachsende Ausnutzung der vorhandenen Produktionskapazitäten...

1) Vgl. Tabelle 19.
2) Deutsche Bundesbank, Bericht über das Geschäftsjahr 1957,S.22
3) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1967,S.28.
4) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965,S.25

erneut Erweiterungsinvestitionen akut wurden" und weil die zunehmende Verknappung und Verteuerung der Arbeitskräfte auch Rationalisierungsinvestitionen erforderlich machten.[1)]

Den negativen Einfluß der erhöhten Wertpapiersteuer auf die Obligationsfinanzierung der Industrie spiegelt das Verhältnis zwischen der Darlehensaufnahme der Industrie und dem Brutto-Absatz der Industrie-Obligationen in den Jahren 1958 bis 1960 deutlich wider.

Hatte die Industrie im Jahre 1958 über die Aufnahme von Schuldscheindarlehen 730,9 Mio. DM und über die Anleihebegebung noch 1,65 Mrd. DM erhalten können, so sind ihr im folgenden Jahr Darlehensmittel in Höhe von 1,18 Mrd. DM zugeflossen gegen nur noch 918 Mio. DM, die sie über die Emission von Industrie-Obligationen erhalten hat. Noch deutlicher zeigt sich die Abneigung der Industrie gegen die Anleihefinanzierung an der Entwicklung des Brutto-Absatzes der Industrie-Obligationen im Jahre 1960, als er nur noch ein Volumen von 27,5 Mio.DM erreicht hat, während die Darlehensaufnahme der Industrie zwar auch zurückging, sie jedoch mit 667 Mio.DM oder einem Anteil von 36,9% an der gesamten Darlehensgewährung der VU immerhin noch einen beachtlichen Umfang erzielen konnte.[2)]

Im Jahre 1960 verlief die Entwicklung ähnlich wie im Jahre 1957. Dem Rückgang der Neuverschuldung der Industrie stand eine erhöhte Schuldaufnahme der öffentlichen Stellen und der Kreditinstitute gegenüber. Die Industrie beanspruchte weniger Darlehensmittel, weil sich das Zinsniveau unter dem Einfluß der restriktiven Notenbankpolitik beträchtlich erhöht hat, während in anderen Ländern die Zinsentwicklung in die umgekehrte Richtung ging, so daß sich "ein Teil der Wirtschaft und zwar namentlich große Unternehmen, in erheblichem Umfang der sehr reichlich angebotenen ausländischen Kreditfazilitäten bedienten".[3)] Gleichzeitig haben die öffentlichen Stellen mit 513,8 Mio. DM und die Kreditinstitute mit 426,8 Mio.DM ihre Darlehensaufnahmen im Jahre 1960 stark ausgedehnt. Die Kreditinstitute waren teilweise in ihrer Liquidität sehr beengt worden

1)Deutsche Bundesbank,Bericht über das Geschäftsjahr 1959,S.14.
2)Vgl.Tabelle 19.
3)Deutsche Bundesbank,Bericht über das Geschäftsjahr 1960,S.5.

und deshalb "allem Anschein nach stärker an ... Weiterleitungsdarlehen interessiert".[1)]

Die höhere Darlehensaufnahme der öffentlichen Stellen dürfte, da sich sowohl der Bund als auch die Länder nur geringfügig am Kreditmarkt neu verschuldet haben, in erster Linie auf die erhöhte Darlehensnachfrage der Gemeinden zurückzuführen sein, die"verstärkt auf diese Quelle längerfristiger Fremdmittel ausgewichen (sind), weil ihr rasch steigender Kreditbedarf ... auf dem Anleihemarkt nicht mehr befriedigt werden konnte und sie auch bei den Banken nicht so viele Gelder erhielten, wie sie aufnehmen wollten".[2)]

Bereits ein Jahr später änderte sich die Entwicklung abermals. Von 1961 bis 1964 erreichten die von der Industrie aufgenommenen Darlehensmittel eine Größenordnung zwischen 1,08 Mrd. DM (1963) und 1,28 Mrd. DM (1962), wobei ihr Anteil an der gesamten Darlehensneugewährung zwischen 50,5%(1963) und 55,7%(1962) schwankte, während der Anteil der Kreditinstitute zwischen 12,4%(1961) und 17,4%(1964) und der der öffentlichen Stellen zwischen 16,7%(1961) und 25,4%(1964) lag.

Im Jahre 1965 fiel die Darlehensaufnahme der Industrie, die 1964 mit 1,17 Mrd. DM noch 50,9% aller Darlehensmittel beansprucht hatte, mit 892,3 Mio. DM auf 34,1% zurück. Gleichzeitig stieg die Neuverschuldung der Kreditinstitute, die 1964 erst 400 Mio.DM (17,4%) betragen hatte, um über das Doppelte auf 814,4 Mio. DM (31,1%). Auch die öffentlichen Stellen verschuldeten sich wieder stärker. Hatten sie 1964 mit 583,5 Mio. DM rund ein Viertel aller Darlehensmittel beansprucht, so konnten sie im Jahre 1965 mit 764,7 Mio. DM ihren Anteil auf 29,2% steigern.

Diese Entwicklung läßt sich ebenfalls mit den wechselnden Kreditbedürfnissen der einzelnen Darlehensnehmergruppen erklären. Im Jahre 1965 hat sich das Wachstum der inländischen Nachfrage merklich verlangsamt.[3)] Zugleich haben sich die Ertragslage und die Ertragserwartungen der Wirtschaft verschlechtert. Die restriktive Kreditpolitik führte, unterstützt durch die starken

1)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965, S.25.
2)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1967, S.32.
3)Vgl.Deutsche Bundesbank,Bericht über das Geschäftsjahr 1965, S. 1ff.

Devisenabflüsse aufgrund der passiven Zahlungsbilanz, zu einer Liquiditätsverknappung der Kreditinstitute und damit allgemein zu einer Verschlechterung des Finanzierungsklimas, da sowohl der Kapitalzins merklich anstieg als auch das Angebot an langfristigen Finanzierungsmitteln zurückging. Infolgedessen beanspruchte die weitgehend zinsempfindliche Wirtschaft vorwiegend kurz- bis mittelfristige Kredite[1)] und reduzierte die Aufnahme der relativ teuren langfristigen Schuldscheindarlehen, die im Jahre 1964 noch einen Umfang von 1,17 Mrd. DM erreicht hatten, auf 892 Mio. DM. Die geringere Neuverschuldung der Industrie mag teilweise auch darauf zurückzuführen sein, daß die VU -wie schon früher- die erhöhte Nachfrage der öffentlichen Stellen und der Kreditinstitute bedienen wollten, denn die öffentlichen Stellen erhöhten ihre Darlehensaufnahme um rund 180 Mio. DM auf 764 Mio. DM und die Kreditinstitute um über das Doppelte auf 814 Mio. DM.

Die Kreditnachfrage der öffentlichen Stellen im Jahre 1965 erwies sich als weitgehend immun gegen die allgemeine Verschlechterung des Finanzierungsklimas. "Trotz stark steigender Zinsen versuchten die öffentlichen Haushalte, ihre erheblich über die zu erwartenden Einnahmen hinausgehenden Ausgabenpläne zu verwirklichen und die ungedeckten Ausgaben durch Kreditaufnahmen ... zu finanzieren.[2)] Dies war insbesondere bis zum Sommer 1965 der Fall. Nachdem die Bundesregierung im August die öffentlichen Kreditnehmer zu Koordinierungsgesprächen am "Runden Tisch" versammelt hatte, hielten die öffentlichen Stellen zwar mit Neuemissionen zurück[3)], dafür verstärkten sie jedoch ihre Darlehensaufnahme bei den VU, die sie "unter der Hand" tätigen konnten.

Den Kreditinstituten, die wegen ihrer schlechten Liquiditätslage sich sowohl im Wertpapiererwerb als auch in der Gewährung langfristiger Kredite zurückhielten, standen "vielfach nicht genügend langfristige Mittel zur Verfügung, da sich ... im Passivgeschäft ... eine Tendenz zu etwas kürzeren Fristen abzeichnete.[4)] Sie nahmen deshalb ebenfalls mehr Refinanzierungsdarlehen als je zuvor in Anspruch, um sie an die öffentlichen

1)Deutsche Bundesbank, Bericht über das Geschäftsjahr 1965,S.53.
2)Ebenda, S.2.
3)Ebenda, S.22.
4)Ebenda, S.54.

Stellen und an die Industrie weiterzuleiten.

In den Jahren 1966 und 1967 haben fast alle Darlehensnehmergruppen ihre Darlehensaufnahmen erhöht. Lediglich die Kreditinstitute nahmen 1967 weniger Schuldscheindarlehen in Anspruch als 1966.[1)]

Die Industrie hatte in den ersten Monaten des Jahres 1966 zunächst ihre Nachfrage nach Schuldscheindarlehen noch stark ausgedehnt, sie aber, als die Konjunkturabschwächung weitere Kreise gezogen hat, in der Folgezeit immer mehr eingeschränkt, zumal die Zinssätze am Kapitalmarkt bis zum Sommer 1966 angestiegen sind. Die Durchschnittsrendite einiger wichtiger Rentenwerte erreichte Anfang Juli mit 8,4% ihren Höchststand.[2)] Aber auch als aufgrund der expansiven Kreditpolitik die Zinssätze im Spätsommer 1966 wieder zu sinken begannen, nahm die Industrie kaum Schuldscheindarlehen auf. Sie gab ihre Zurückhaltung erst im Frühsommer 1967 auf, als sie nicht mehr mit weiteren Zinssenkungen gerechnet hat.

Die Kreditinstitute haben vor allem im ersten Halbjahr 1966, als die restriktive Kreditpolitik der Deutschen Bundesbank noch andauerte, verstärkt um Schuldscheindarlehen nachgesucht, die sie vor allem der Industrie zur Verfügung gestellt haben. Die Nachfrage der Industrie dürfte jedoch in der zweiten Jahreshälfte zurückgegangen sein, da ihre Verschuldungsbereitschaft bei dem gegebenen hohen Zinsniveau stark gesunken war und auch "weniger Investitionsausgaben zu finanzieren waren als in der ersten Hälfte des Jahres, in der noch weit mehr begonnene Investitionsprojekte zu vollenden waren".[3)]

Auch die öffentlichen Stellen haben vorübergehend ihre Darlehensaufnahmen eingeschränkt. Als sich jedoch das Zinsniveau ermäßigt hat, beanspruchten auch sie wieder mehr Schuldscheindarlehen. "Damit reagierten die öffentlichen Investoren unter den gegebenen Umständen auf die Verbesserung des Marktklimas bedeutend rascher als die privaten, nicht zuletzt deshalb, weil sie über laufende Investitionsprojekte verfügten, die sie zum Teil aus Mangel an Finanzierungsmitteln hatten unterbrechen

1)Vgl. Tabelle 19.
2)Deutsche Bundesbank, Bericht über das Geschäftsjahr 1966,S.4.
3)Ebenda, S.7.

oder aufschieben müssen und die sie nun bei der ersten Möglichkeit zur Neuverschuldung wieder in Angriff nahmen".[1] Daß sie ihre Neuverschuldung im Jahre 1967, die aus konjunkturpolitischen Gründen erwünscht gewesen wäre, trotz günstiger Finanzierungsmöglichkeiten nicht stärker ausgedehnt haben, hing vor allem mit der Abneigung der Gemeinden zusammen, sich weiter zu verschulden. Viele Gemeinden konnten "mit Rücksicht auf die schon bestehende Schuldendienstlast und die geringen Aussichten auf künftig wieder stärker wachsende ordentliche Einnahmen ihre Verschuldung nicht im früheren Maße weiter steigern...".[2]

Die mit 1,15 Mrd. DM relativ hohe Neuverschuldung der Kreditinstitute im Jahre 1967 überrascht angesichts ihrer günstigen Liquiditätslage. Denn im Jahre 1967 hat sich die Liquidität der Banken so stark erhöht wie in keinem der früheren Jahre seit der Währungsreform. "Aus den überwiegend marktmäßigen Bestimmungsfaktoren der Bankenliquidität und den kreditpolitischen Einflüssen zusammengenommen, resultierte eine Ausweitung des Liquiditätsspielraumes der Banken um über 7 Mrd. DM, verglichen mit einer geringfügigen Abnahme im Jahre 1966...".[3] Wenn die Neuverschuldung der Kreditinstitute bei den VU trotzdem auf 1,15 Mrd. DM angewachsen ist, so dürfte das darauf zurückzuführen sein, daß die Banken auch weiterhin die starke Liquiditätsbindung und wohl auch das Bonitätsrisiko nicht auf sich nehmen wollten, die die Gewährung langfristiger Investitionskredite nun einmal mit sich bringt. Sie haben deshalb weiterhin sich um Refinanzierungsdarlehen bemüht und ihre freien Mittel zum Erwerb von Wertpapieren verwendet, die -auch wenn sie mit einem Kursrisiko behaftet sind- von ihnen als jederzeit liquidisierbare Titel angesehen werden und die nach den traditionellen Vorstellungen der Banken der Struktur ihrer Passivseite besser gerecht werden als langfristige Direktdarlehen.

Unsere Analyse der Entwicklung der Neuverschuldung der verschiedenen Darlehensnehmergruppen hat ergeben, daß alle Gruppen sich in wachsendem Umfang der Schuldscheindarlehen bedient haben, wobei die Höhe der Neuverschuldung in den einzelnen Jah-

1) Deutsche Bundesbank, Bericht über das Geschäftsjahr 1966, S.50
2) Deutsche Bundesbank, Bericht über das Geschäftsjahr 1967, S.12.
3) Ebenda, S.47.

ren sehr stark geschwankt hat.

Das Wachstum der Neuverschuldung erklärt sich -langfristig betrachtet- daraus, daß mit steigendem Sozialprodukt auch die Investitionen der Industrie zunehmen und damit auch ihr Finanzierungsbedarf -selbst bei gleichbleibender oder geringfügig abnehmender Fremdfinanzierungsquote- wächst. Da auch das Haushaltsvolumen der öffentlichen Stellen von Jahr zu Jahr zugenommen hat,und vor allem die Gemeinden einen hohen Fremdkapitalbedarf hatten, ist auch ihre Neuverschuldung gestiegen.

Die jährlichen Schwankungen in der Entwicklung der Neuverschuldung der einzelnen Darlehensnehmergruppen dürfte vorwiegend durch die Lage an den Kreditmärkten und damit indirekt auch durch die von der Deutschen Bundesbank verfolgte Kreditpolitik beeinflusst worden sein. Ihr Einfluß auf die Darlehensaufnahme der weitgehend zinsempfindlichen Industrie war allerdings stärker als auf die Neuverschuldung der öffentlichen Hand, die -wie die Entwicklung in den Jahren 1964 bis 1967 gezeigt hat- auf die restriktiven Maßnahmen der Deutschen Bundesbank erst reagiert haben, als sich das Finanzierungsklima derart verschlechtert hatte, daß sie selbst bei hohen Zinsgeboten nicht mehr genügend Darlehensmittel erhalten konnten.

Die Industrie konnte ihren hohen Fremdkapitalbedarf nur teilweise durch die Aufnahme von Schuldscheindarlehen decken. Daneben musste sie sich der Anleihefinanzierung bedienen, obwohl diese Form der Fremdfinanzierung für sie ungünstiger ist als die Darlehensfinanzierung. Daß ihnen die VU nicht mehr Schuldscheindarlehen gewährt haben, ist einmal auf das begrenzte Angebot der VU auf dem Schuldscheinmarkt zurückzuführen. Denn ihr Angebot hängt in erster Linie von der Höhe ihrer Kapitalbildung ab. Da sie im Interesse der Gewährleistung ihres Versicherungsschutzes bei ihren Anlagedispositionen u.a. auch auf eine gesunde Mischung ihrer Anlagewerte nach Kreditnehmern etc. achten müssen, investierten sie weiter nur einen Teil ihrer Neuanlagen in Schuldscheindarlehen. Die einzelnen Darlehensnehmergruppen konnten somit ihren hohen Kapitalbedarf oft nicht vollständig über die Darlehensaufnahme befriedigen, und sie vermochten -wegen der Begrenztheit der für die Darle-

hensvergabe zur Verfügung stehenden Mittel- ihren Anteil oft nur zu Lasten anderer Schuldner zu erhöhen.

Besonders deutlich zeigte das die Entwicklung der Anteile, die die einzelnen Darlehensnehmer erzielen konnten, immer dann, wenn die Notenbank eine restriktive Politik betrieben hat und die öffentlichen Stellen und die Kreditinstitute ihre Darlehensaufnahmen zu Lasten der Industrie zu erhöhen vermochten. Hierbei mag teilweise eine Rolle gespielt haben, daß die Industrie wegen des hohen Zinsniveaus mit der Neuverschuldung zurückhielt und die weniger zinsempfindlichen öffentlichen Stellen mit ihrer Kapitalnachfrage dann besser zum Zuge kamen. Da die Industrie jedoch jeweils gleichzeitig auch Industrie-Obligationen emittiert hat, dürfte für ihre geringere Darlehensaufnahme eher die Zurückhaltung der VU ihr gegenüber entscheidend gewesen sein.

Bei den Kreditinstituten zeigte sich insofern eine interessante Entwicklung, als sie jeweils in den Restriktionsperioden sich stark neu verschuldet haben, sie also bei den VU ein gewisses Refinanzierungsreservoir gefunden haben, das es ihnen ermöglichte, trotz restriktiver Kreditpolitik, ihren Kreditnehmern weiterhin langfristige Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen oder zu vermitteln. Ihre verstärkte Darlehensaufnahme mag einmal darauf beruhen, daß sie auf diese Weise den langfristigen Finanzbedarf ihrer Kreditnehmer befriedigen wollten. Vielleicht versuchten sie auch dadurch, daß sie Einlagen der VU in aufgenommene Darlehen umgewandelt haben, die für Einlagen, nicht jedoch für aufgenommene Darlehen geltende Mindestreservepflicht zu vermeiden und den VU damit gleichzeitig eine höhere Verzinsung ihrer Mittel zu bieten, als sie die aufgrund des Habenzinsabkommens festgelegten Höchstzinssätze für Einlagen erlaubt haben.[1)]

1) Die Zinsbindung für Einlagen wurde mit Wirkung vom 1.April 1967 aufgehoben, nachdem die Zinsen Anfang Juli 1966 zunächst partiell freigegeben worden waren.

3. Entwicklung der Industrie-Schuldscheindarlehen und der Industrie-Obligationen

Mit dem Vordringen des Schuldscheindarlehens als Mittel der langfristigen Industriefinanzierung ist die Industrie-Obligation immer mehr in den Hintergrund getreten. Dies zeigt sich deutlich, wenn wir die Darlehensaufnahmen der Industrie dem Brutto-Absatz der Industrie-Obligationen (und Wandelschuldverschreibungen) gegenüberstellen.[1)]

Es ist allerdings nicht bekannt, welchen Anteil die emissionsfähigen Industrieunternehmen an den gesamten Industrie-Schuldscheindarlehen erreichen. Denn die Statistik des BAV macht keine Angaben über die Größenordnung der einzelnen Darlehen und über die jeweiligen Darlehensschuldner. Wir können jedoch annehmen -und diese Annahme wird durch die teilweis bekannt gewordenen Darlehensaufnahmen bestätigt-[2)], daß der überwiegende Teil der Industriedarlehen emissionsfähigen Unternehmen gewährt wird, die wegen ihrer besseren Bonität den kleinen und mittleren Betrieben vorgezogen werden, und über Darlehenssummen lautet, die an die Mindestsumme einer Anleiheemission, die bei 1 bis 2 Mio. DM liegen dürfte,[3)] heranreichen.

Im betrachteten Zeitraum (1951 bis 1967) hat die Industrie bei den VU für 12,6 Mrd. DM Schuldscheindarlehen aufgenommen gegen 11,77 Mrd. DM, die sie über die Begebung von Industrie-Obligationen erhalten hat. Dabei dürfte der Beitrag der VU zur Finanzierung der Industrie in der Tat noch um einiges höher gelegen haben, denn die obige Zahlenangabe enthält weder die Darlehensgewährungen der Pensionskassen bis zum Jahre 1958 noch die Darlehensaufnahmen der Kreditinstitute, die ja den größten Teil der Darlehensmittel an die Industrie weiterleiten.

Betrachtet man die Entwicklung im einzelnen,[4)] so ist festzustellen, daß in den Jahren 1951 bis 1958 der Industrie über die Obligationsfinanzierung 4,96 Mrd. DM zugeflossen sind, gegenüber 2,93 Mrd. DM, die sie durch die Aufnahme von Schuldscheindarlehen erhalten hat, während in den folgenden Jahren das

1) Vgl. Tabelle 19.
2) Vgl. Tabelle 5.
3) Bornhoff/Linnemann, a.a.O., Tabelle 1(Tabellenanhang).
4) Vgl. Tabelle 19.

Verhältnis sich umgekehrt hat. Bei diesen Zahlenangaben ist allerdings zu berücksichtigen, daß im Emissionsergebnis der Jahre 1953 bis 1955 insgesamt rund 770 Mio. DM zwangsweise untergebrachte Investitionshilfeanleihen stecken[1], und zwar 98,1 Mio. DM in 1953, 385,1 Mio. DM in 1954 und 285,2 Mio. DM in 1955.

Daß die Industrie sich zunächst in erster Linie der Anleihefinanzierung bedient hat, obwohl diese doch zumindest während der Gültigkeit des 1.Kapitalmarktförderungsgesetzes stark diskriminiert worden war, und nicht mehr kostengünstigere Schuldscheindarlehen beansprucht hat, mag auf das in den fünfziger Jahren noch vergleichsweise bescheidene Kapitalangebot der VU zurückzuführen sein. Industrieunternehmen, deren Finanzbedarf das Angebot der VU überschritt, waren gezwungen, sich die fehlenden Finanzierungsmittel am Wertpapiermarkt zu beschaffen. Das fiel ihnen bis zum Jahre 1959 deshalb noch nicht allzu schwer, weil bis dahin die Emission von Industrie-Obligationen erst mit einem Wertpapiersteuersatz von 1% belastet wurde. Als dieser jedoch am 25. Mai 1959 auf 2,5% angehoben wurde, verlor die Industrie-Obligation ihre führende Position als Finanzierungsmittel der Industrie an das Schuldscheindarlehen.

Hatten sich die Industrieunternehmen in den Jahren 1957 und 1958, als das Emissionsklima am Wertpapiermarkt sehr günstig war, noch 2,58 Mrd. DM über die Anleihefinanzierung beschafft, gegen 1,11 Mrd. DM, die sie über Schuldscheindarlehen aufgenommen haben, so änderte sich das Verhältnis zwischen den beiden Finanzierungsinstrumenten ab 1959 grundlegend. In diesem Jahr nahm die Darlehensaufnahme mit 1,18 Mrd. DM gegenüber dem Vorjahr um 62 % zu, während der Brutto-Absatz der Industrie-Obligationen sich um 44% auf 918 Mio. DM verminderte.

Zwar sollten durch die Wertpapiersteuer auch "im Inland ausgestellte Schuldscheine, wenn sie über Teile eines Gesamtdarlehens ausgestellt sind" (§ 12 Abs.3 KVSTG), belastet werden. Die Steuerbelastung konnte jedoch -wie bereits geschildert- durch verschiedene Konstruktionen vermieden werden. Immerhin

1) Bornhoff/Linnemann, a.a.O., S.51.

bewirkte allein die Androhung dieser Steuer, daß die Industrie verstärkt Schuldscheindarlehen beansprucht und teilweise auch vorsorglich mehr Darlehensmittel aufgenommen hat, als sie zunächst benötigte. Denn im folgenden Jahr nahm sie mit 667 Mio. DM um 43% weniger Schuldscheindarlehen in Anspruch. Ihre Darlehensverschuldung erreichte jedoch immerhin noch etwa das 24-fache des Betrages, der ihr über die abnorm niedrige Emission von Industrie-Obligationen in Höhe von 27, 5 Mio. DM zugeflossen ist.

Während des Bestehens des erhöhten Kapitalverkehrsteuersatzes[1] in den Jahren 1959 bis 1964 hat die Industrie über Darlehensaufnahmen 6,58 Mrd. DM und über die Anleihefinanzierung 4,87 Mrd. DM erhalten.[2] Daß das Schuldscheindarlehen jedoch nicht nur wegen der Wertpapiersteuer der Industrie-Obligation vorgezogen wurde, kann aus der Entwicklung in den Jahren 1965 bis 1967 geschlossen werden, als die Industrie für 3,15 Mrd. DM Schuldscheindarlehen aufgenommmen hat, während ihr im gleichen Zeitraum 1,94 Mrd. DM über die Begebung von Industrie-Obligationen zugeflossen sind. Insbesondere in den Jahren 1965 und 1966 übertraf die Darlehensneuaufnahme mit 892 Mio. DM bzw. 960 Mio. DM den Absatz an Industrie-Obligationen mit 586 Mio. DM bzw. 232 Mio. DM ganz beträchtlich, während im Jahre 1967, als die Industrie ihren hohen Fremdkapitalbedarf nur teilweise mit Schuldscheindarlehen decken konnte, sie wieder mehr Industrie-Obligationen emittiert hat, so daß deren Brutto-Absatz zwar mit 1,12 Mrd. DM erstmals wieder die Milliardengrenze überschritten hat, er jedoch immer noch um 235 Mio. DM hinter der Darlehensaufnahme zurückgeblieben ist.

Wenn auch verschiedentlich die Meinung geäußert wurde,[3] mit der Abschaffung der Wertpapiersteuer werde die emissionsfähige Industrie sich wieder mehr der Anleihefinanzierung zuwenden, so hat die bisherige Erfahrung doch gezeigt, daß das Schuldscheindarlehen seinen Platz als Finanzierungsinstrument der Großindustrie weiter behaupten konnte. Ob das auch in Zukunft der Fall sein wird, hängt von zu vielen Faktoren ab, als

1)Die Kapitalverkehrsteuer wurde zum 1.Januar 1965 abgeschafft.
2)Vgl. Tabelle 19.
3)Vgl. z.B.BAV GB 1962, S. 10.

daß hierüber eine präzise Aussage möglich wäre. Für die weitere Inanspruchnahme der Schuldscheinfinanzierung durch die emissionsfähige Industrie sprechen jedoch die von uns verschiedentlich aufgezeigten Vorteile, die das Schuldscheindarlehen sowohl als Anlageobjekt als auch als Finanzierungsmittel der Industrie-Obligation voraus hat. Solange diese Vorzüge bestehen bleiben -und es ist, da sie vorwiegend in den kredittechnischen Eigenschaften des Schuldscheindarlehens begründet sind, nicht einzusehen, weshalb sich hieran etwas ändern sollte- dürfte mit einem Rückgang der Darlehensfinanzierung nicht zu rechnen sein. Solange wird auch die emissionsfähige Industrie versuchen, ihren Fremdkapitalbedarf in erster Linie über Schuldscheindarlehen zu decken, zumal sie hier -anders als bei der Anleihefinanzierung- die Möglichkeit hat, nacheinander mehrere kleinere Darlehen aufzunehmen, und sich der Industrie-Obligation nur bedienen, wenn sie ihren Finanzbedarf nicht voll am Schuldscheinmarkt befriedigen kann.

Auch die Deutsche Bundesbank ist der Ansicht, daß das Schuldscheindarlehen "auch in Zukunft ein wichtiges Instrument für die Industriefinanzierung..." bleiben dürfte. Sie glaubt allerdings, dies träfe insbesondere zu, "soweit von größeren Betrieben bester Bonität kleinere Kredite(unter 5 bis 10 Mio.DM) mit Laufzeiten von nur 5 bis 10 Jahren benötigt werden, da hier die Nebenkosten der auf eine breite Publizität ausgerichteten Emission von Anleihen doch stärker ins Gewicht fallen als eine etwas höhere laufende Verzinsung".[1)]

Damit setzt sie freilich -wie die Tabelle 5 zeigt- die Darlehensbeträge zu niedrig an, da sie wohl nur die Einzeldarlehen im Auge hat und die Möglichkeit konsortialer Darlehensgewährung außer acht läßt, die es Großunternehmen erlaubt, auch Darlehen (auf einmal oder in Raten) aufzunehmen,die die Größenordnung einer Anleiheemission erreichen. Hinzu kommt, daß die VU aufgrund ihrer steigenden Kapitalbildung auch höhere Einzel- oder Teildarlehen gewähren können.

Voll zuzustimmen ist ihr jedoch, wenn sie schreibt:"Bis zu einem gewissen Grade bedeutet ... das Eindringen des Schuld-

1)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank,Juni 1958, S.59.

scheindarlehens in die Industriefinanzierung und seine verstärkte Verwendung als Kapitalanlage in der Versicherungswirtschaft einen strukturellen Wandel des Kapitalmarkts, der wohl von Dauer sein dürfte."[1)]

Welche Folgen dieser "strukturelle Wandel des Kapitalmarkts" für die Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarktes haben kann, soll im folgenden Abschnitt untersucht werden.
Zuvor jedoch soll versucht werden, einen groben Überblick über die Bedeutung des gesamten Schuldscheinmarktes zu vermitteln.

VI. Die Ergiebigkeit des gesamten Schuldscheinmarktes

Mit der Darlehensgewährung der Individualversicherung haben wir bisher nur einen Teil -wenn auch den bedeutendsten- des Schuldscheinmarktes erfasst und dabei die Darlehensvergabe der übrigen Kapitalsammelstellen unberücksichtigt gelassen. Aus dem Wachstum der Schuldscheinforderungen und Darlehen der Individualversicherung kann jedoch in groben Umrissen auf die Entwicklung des gesamten Schuldscheinmarktes geschlossen werden, auf dem die Individualversicherung mit Abstand an erster Stelle steht. "Unterstellt man, daß die Versicherungsunternehmen -wie es sich bei einer früheren ... Erhebung über das Schuldscheingeschäft der Banken erwiesen hat[2)]- an der Gesamtsumme der von allen Kapitalsammelstellen gewährten Schuldscheindarlehen zu etwa drei Vierteln beteiligt sind"[3)], so ergibt sich folgendes Bild:
Aus dem Brutto-Zugang an Schuldscheinforderungen und Darlehen der VU, der im Zeitraum von 1950 bis 1967 rund 28 Mrd. DM betragen hat[4)], errechnet sich für den gesamten Schuldscheinmarkt eine Brutto-Zunahme an Schuldscheindarlehen in Höhe von 34 bis 35 Mrd. DM.

Vergleicht man die Darlehensneugewährung aller Kapitalsammelstellen mit dem Bruttoabsatz an festverzinslichen Wertpapieren, der im gleichen Zeitraum etwa 142 Mrd. DM[5)] erreicht hat, so

1)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1958, S.59.
2)Vgl. Ergebnisse der Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte der Kreditinstitute, in:Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1962, S. 7f.
3)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965, S.25.
4)Vgl.Tabelle 19.
5)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank,März 1961,S.91 und Mai 1968, S.99.

zeigt sich, daß die Darlehensneugewährung der VU allein etwa ein Fünftel und die Darlehensneugewährung aller Kapitalsammelstellen fast ein Viertel des Bruttoabsatzes am Rentenmarkt ausgemacht hat. Der Schuldscheinmarkt hat somit für die Kapitalbeschaffung der Emittenten festverzinslicher Wertpapiere nicht annähernd die gleiche Bedeutung erlangt wie speziell für die Finanzierung der Industrieunternehmen. Sie haben im betrachteten Zeitraum -wie bereits erwähnt- über die Emission von Industrie-Obligationen und Wandelschuldverschreibungen 11,77 Mrd. DM erhalten, während ihnen von den VU 12,6 Mrd.DM und von den Kapitalsammelstellen insgesamt etwa 16 bis 17 Mrd. DM an Darlehensmitteln zugeflossen sein dürften.

Das jährliche Wachstum der Darlehensgewährung der VU läßt auch Rückschlüsse auf das jährliche Angebot am gesamten Schuldscheinmarkt zu. So errechnete die Deutsche Bundesbank für die Jahre 1960 bis 1964 "bei einer Zunahme der Versicherungsdarlehen ... um jährlich 1,4 bis 1,6 Mrd. DM für den gesamten Schuldscheinmarkt eine jährliche Nettozunahme an Schuldscheindarlehen in Höhe von etwa 2 Mrd. DM"[1] Berücksichtigt man, daß inzwischen die jährliche Netto-Zunahme der Schuldscheindarlehen der VU in den Jahren 1965 bis 1967 einen Umfang von 1,6 bis 2,4 Mrd. DM[2] erlangt hat, so ergibt sich ein jährliches Wachstum der gesamten Schuldscheindarlehen von etwa 2 bis 3 Mrd. DM gegenüber einem jährlichen Netto-Absatz an festverzinslichen Wertpapieren von 5,5 bis 15,3 Mrd. DM.[3] Da auch die Brutto-Zugänge der von den VU ausgereichten Schuldscheindarlehen seit 1964 auf jährlich 2,6 bis 3,8 Mrd. DM angestiegen sind[4], errechnet sich eine jährliche Brutto-Zunahme aller Schuldscheindarlehen von etwa 3,2 bis 4,7 Mrd. DM gegenüber einem jährlichen Brutto-Absatz an Rentenwerten in Höhe von 9,4 bis 19,8 Mrd. DM in den Jahren 1965 bis 1967.[5]

---

1)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965,S.25.
2)Vgl. Tabelle 6.
3)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1968, S. 100.
4)Vgl. Tabelle 16.
5)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1968, S. 98.

B. Die kapitalmarktpolitische Bedeutung der Schuldscheindarlehen

I. Das Schuldscheindarlehen im Spiegel der Kritik

Die Expansion der Schuldscheindarlehen wurde zunächst von der Wirtschaftspresse, den Kreditbanken und auch von der Deutschen Bundesbank heftig kritisiert.

Die Wirtschaftspresse bemängelte u.a. die Schuldscheindarlehen befänden sich mehr oder weniger "außerhalb"[1] oder wie Brestel formulierte "auf der 'Hintertreppe' des Kapitalmarktes".[2] Durch sie würde der Markt der Industrie-Obligationen "ausgehöhlt" oder fast vollständig getötet. Dadurch ginge "die Zinsorientierung am Anleihemarkt verloren..."[3], denn "den Börsen fehlen jetzt die Vergleichsmaßstäbe zwischen den verschiedenen festverzinslichen Anlageformen".[4]

Die Kreditbanken, die das Schuldscheingeschäft anfänglich vorwiegend den Finanzmaklern überlassen hatten, wehrten sich gegen die Beeinträchtigung ihres ertragreichen Emissionsgeschäfts. Sie warfen den VU vor, mit ihren Direktdarlehen in den Aufgabenbereich der Kreditinstitute einzudringen, obwohl die Kreditinstitute aufgrund ihrer traditionellen Verbindungen zur Industrie und ihrer langjährigen Erfahrungen mit dem Industriekredit die Risiken einer solchen Kreditgewährung besser beurteilen könnten als die VU. Vor allem aber warnten auch sie vor den Gefahren, die durch das Vordringen des Schuldscheindarlehens dem Kapitalmarkt drohten.[5] Er würde durch sie eingeengt. Sie schränkten seine Funktionsfähigkeit ein.

Auch die Deutsche Bundesbank beklagte die Einengung des Rentenmarktes und seine dadurch bewirkte mangelnde Funktionsfähigkeit. "Solange unkontrollierte Untergrundfinanzierungen etwa

1) H. Richardi, Lehren aus dem "sensationellen" Schuldscheindarlehen, in: Der langfristige Kredit, 6.Jg., 12.Folge, Juni 1955, S.147.
2) H. Brestel, Auf der "Hintertreppe" des Kapitalmarktes, in: FAZ, vom 21.7.1961.
3) B. Baehring, Der neue Wettbewerber am Kapitalmarkt, Das Schuldscheindarlehen hat auch seine Grenzen, in: Handelsblatt vom 3./4.8.1962.
4) Vgl. K. Kleinschmidt, Die Banken und die Schuldscheindarlehen, a.a.O., S.953.
5) Vgl. u.a. Bundesverband des privaten Bankgewerbes (E.V.) Köln, Bericht über das Geschäftsjahr 1955, S.73 und 1961, S. 74.

über Schuldscheindarlehen stattfinden, wird es schwierig sein, den Kapitalmarkt wieder voll funktionsfähig zu machen".[1] Die Einengung sei "nicht zuletzt deshalb gravierend, weil damit der besonders transparente Teil des Kapitalmarktes kleiner wird". Mit dem Vordringen des Schuldscheindarlehens vergrößere sich u.U. der "institutionell gebundene Teil der Kapitalvermittlung, der keinen 'offenen Markt' hat und damit auch nicht die Orientierungsfunktion übernehmen kann, die der Wertpapiermarkt für die Zinsbildung ausübt".[2] Aufgrund seiner kapitalmarktpolitischen Bedenken forderte schließlich Blessing, nachdem er kritisiert hatte, daß sich die Schuldscheindarlehensgewährung nicht mit einer breiten Martkgestaltung des Rentenmarktes und mit seiner Funktionsfähigkeit vertrage: "Mit dem System der Schuldscheindarlehen sollte so schnell wie möglich Schluß gemacht werden".[3]

Ihren Kritikern hielt die Versicherungswirtschaft entgegen: "Es ist unrichtig, daß das Schuldscheindarlehen etwa die Wertpapieranleihe verdrängt". Die Schuldscheindarlehen bewegten sich in viel kleineren Größenordnungen als die marktüblichen Emissionen.[4] Im übrigen sei die Schuldscheindarlehensgewährung zu Lasten der Hypothekendarlehen gegangen. Der Anteil des Wertpapierbesitzes an den gesamten Anlagen liege z.B. bei der LV weit höher als vor dem Ersten und vor dem Zweiten Weltkrieg (wenn man die vor dem Kriege unter Zwang erworbenen Reichsanleihen unberücksichtigt läßt). Die von den Kritikern verschiedentlich geforderte Rückkehr zur "klassischen Anlagepolitik" würde somit bedeuten, daß die Versicherungswirtschaft unter Verzicht auf Schuldscheindarlehen wieder in verstärktem Umfange die Hypothek berücksichtigen müßte.[5] Die Versicherungswirtschaft sehe den Kapitalmarkt mit den Augen des Sparers, der seine Mittel möglichst sicher, mit angemessenen Ertrag und unter verschiedenartigen Liquiditätswünschen anlegen möchte. Man solle deshalb von der Versicherungswirtschaft nicht erwarten,

1)K.Blessing, Die Währung ist gesünder als vor zwei Jahren, in: FAZ, Nr. 295 vom 20.12.1966, S.9.
2)Deutsche Bundesbank, Bericht über das Geschäftsjahr 1965, S.22. Vgl.auch Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1958, S.59 und August 1961, S. 8.
3)K.Blessing, Kapitalmarktfragen, Vortrag gehalten vor dem Ueberseeclub in Hamburg am 24. Mai 1957,
4)G. Müller, Versicherungswirtschaft und Kapitalmarkt, in:ZfdgKW, Heft 1, 1960, S. 18.
5)G.Müller, Auch bei sinkenden Wachstumsraten verläßliche Kapitalquelle, in:Der Volkswirt, Nr.43 vom 2.10.1962 S.2316f.

"daß sie immer dort als Lückenbüßer eintritt, wo Engpässe entstehen oder wo es gilt, strukturelle Mängel und Störungen des Kapitalmarktes zu beseitigen". Das Verlangen, im Interesse des Kapitalmarktes die Gewährung von Hypotheken und Schuldscheindarlehen einzuschränken, sei sachlich nicht begründet. Die Versicherungswirtschaft müsse den Wünschen ihrer Sparer folgen und gerecht werden.[1)]

Diese Äußerungen zeigen deutlich, daß die Kontrahenten über die kapitalmarktpolitische Bedeutung der Schuldscheindarlehen und ihre Stellung innerhalb des Kapitalmarktes unterschiedlicher Auffassung sind. Das mag darauf beruhen, daß neben sachlichen Argumenten auch handfeste Interessentenargumente ins Feld geführt wurden, und wohl auch , daß der Begriff des Kapitalmarktes nicht einheitlich verwendet wurde.

Wir wollen deshalb im folgenden , nachdem wir das quantitative Verhältnis zwischen Schuldscheindarlehensgewährung und Anleihefinanzierung bereits aufgezeigt haben, vor allem das qualitative Verhältnis zwischen den beiden Finanzierungsinstrumenten in den Vordergrund unserer Analyse rücken und untersuchen, inwieweit das Vordringen des Schuldscheindarlehens die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes tangieren kann. Doch zuvor ist zu klären, was wir unter dem Begriff "Kapitalmarkt" verstehen wollen, aus welchen Teilmärkten der Kapitalmarkt besteht und schließlich, ob die Schuldscheindarlehen sich "außerhalb" oder "auf der Hintertreppe" des Kapitalmarktes befinden.

II. Die qualitative Stellung des Schuldscheindarlehens innerhalb des Kapitalmarktes

1. Zum Begriff des Kapitalmarktes

"Unter der Gesamtheit der Märkte einer Volkswirtschaft versteht man die gedankliche Zusammenfassung aller Angebots- und Nachfragebeziehungen. Dieser 'Gesamtmarkt' läßt sich je nach den zugrundegelegten Unterscheidungsmerkmalen aufspalten in Teilmärkte...".[2)] Einen dieser Teilmärkte bildet der sog."Kre-

1)G. Müller, Kapitalmarktpolitik aus der Sicht der Versicherungswirtschaft, in:Der langfristige Kredit, 11.Jg., 1960,S.435.
2)W. Dannemann,Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1959, S.9.

ditmarkt" oder "Finanzmarkt", "die organisierte Gesamtheit von Einrichtungen und Vorgängen, durch die die Nachfrage nach Krediten und das Angebot von Beteiligungen zum Zusammentreffen mit dem Angebot von Krediten und der Nachfrage nach Beteiligungen gebracht werden, wobei die Preisbildung ... stattfindet und der bestmögliche Marktausgleich erfolgt",[1)]

Der Finanzmarkt wird üblicherweise in den Geld- und Kapitalmarkt aufgeteilt. Dabei besteht allerdings über die Abgrenzung der beiden Märkte in der Literatur keine Einigkeit: "Über das trennende Merkmal von Geld- und Kapitalmarkt ist sich die Börsen- und Bankpraxis einig, dagegen nicht die Wissenschaft. Für die Wirtschaftspraxis ist der Geldmarkt der Markt für den kurzfristigen Kredit, der Kapitalmarkt der Markt für den langfristigen Kredit"[2)] und die Beteiligungen.

Von den zahlreichen Kriterien, die die Wissenschaft für die Abgrenzung von Geld- und Kapitalmarkt erarbeitet und verwendet hat[3)], spielen in der wissenschaftlichen Literatur lediglich die Verwendungsart und die Fristigkeit der Objekte eine Rolle. Herbert von Beckerath sieht vor allem"in der Verwendungsart der im Kredit überstellten Mittel"[4)] das wesentliche Trennungsmerkmal. Zum Kapitalmarkt rechnet er "die langfristigen Kreditgeschäfte (einschliesslich der Beteiligungen, HJ), bei denen es sich um die Beschaffung langdauernder Gebrauchsgüter für die Wirtschaft des Kreditnehmers handelt. Der Geldmarkt dagegen ist der Markt kurzfristiger Kredite, mittels deren sich der Kreditnehmer fungible Güter, Verbrauchsgüter und Geld zum unmittelbaren Konsum, zur Beschaffung von Dienstleistungen oder zu weiterem Umsatz erwirbt".[5)]

Dagegen wählt Spiethoff als Unterscheidungsmerkmal die Fristigkeit: "Der Kapitalmarkt umfaßt das Unternehmungs- und das langfristige Leihkapital, der 'Geldmarkt' das Leihkapital auf kurze Fristen".[6)]

1) H. Lipfert, "Geld- und Kapitalmarkt", in: HDSW, 4.Bd.,S.258.
2) H.G. Merkel, Theorie der Kapitalmarktpolitik, Berlin 1955, S. 12.
3) Über die verschiedenen Abgrenzungsmerkmale: D. Gamerdinger, a.a.O., S. 7ff. und W. Dannemann, a.a.O., S. 9ff.
4) Herbert von Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 169.
5) Herbert von Beckerath, a.a.O., S. 52.
6) Arthur Spiethoff, Der Begriff des Kapital- und Geldmarktes, in: Schmollers Jahrbuch, 44.Jg., 1920, S. 990.

Beide Abgrenzungsmerkmale können zwar nicht voll befriedigen[1]. Da jedoch das "Heranziehen des Verwendungszwecks als Kriterium ... keinen Genauigkeitsvorteil gegenüber dem gegenwärtigen Sprachgebrauch", der das Kriterium der Fristigkeit zugrundelegt, "mit sich bringen (würde), weil de jure kurzfristige Kredite der Anlagenfinanzierung dienen können, weil Teile des Umlaufvermögens eigen- oder selbstfinanziert oder langfristig fremdfinanziert werden usw."[2], wollen wir, dem Sprachgebrauch der Gegenwart folgend, "die Abgrenzung zwischen dem Geld- und Kapitalmarkt an Hand des Kriteriums der F r i s t i g k e i t , mit der die Finanzmittel dem Empfänger de jure zur Verfügung stehen"[3] vornehmen. "Danach liegt bei kurzer Befristung ein Geldmarktgeschäft vor, dagegen handelt es sich um einen Kapitalmarktvorgang, wenn die Finanzmittel dem Empfänger nicht ... oder zumindest erst nach langer Bindungsdauer (langfristige Kredite) entzogen werden können".[4]

Die Einbeziehung der formalen Fristigkeit in das Abgrenzungskriterium ist erforderlich, weil formale und materielle Fristigkeit oftmals divergieren können wie es z.B. bei den formell kurzfristig gewährten, materiell aber überwiegend mittel- oder langfristig beanspruchten Kontokorrentkrediten der Banken der Fall ist. An sich ist die materielle Fristigkeit für die Zuordnung entscheidend. Da sie sich aber oft nicht von vornherein bestimmen läßt, ist man gezwungen, sich an der formalen Fristigkeit zu orientieren.

Zwar hat schon von Beckerath darauf aufmerksam gemacht, daß es "jedem freisteht, was er unter kurzer und langer Frist verstehen will".[5] Es werden jedoch heute üblicherweise in Anlehnung an die Bilanzierungsrichtlinien der Kreditinstitute und an die

1) Zur Kritik an den Abgrenzungsmerkmalen: W. Dannemann, a.a.O., S. 19ff.
2) H. Lipfert, Geld- und Kapitalmarkt, a.a.O., S.260.
3) H. Lipfert, Geld- und Kapitalmarkt, a.a.O., S.259.
4) H. Lipfert, Geld- und Kapitalmarkt, a.a.O., S.259. Auch Merkel (a.a.O., S.12) bestimmt den Kapitalmarkt als"Markt für den langfristigen Kredit" und Dannemann (a.a.O., S.16f.) schreibt, daß am Kapitalmarkt "l a n g f r i s t i g e Titel gegen sofort fällige Mittel, also Zahlungsmittel" getauscht werden. Vgl.auch H.Hohlfeld, Die Systematik des Kreditmarktes, in ZfhwF. N.F., 7.Jg., 1955, S. 28.
5) H.von Beckerath, a.a.O., S.26.

Gepflogenheiten der Deutschen Bundesbank kurzfristige Kredite mit einer Laufzeit bis weniger als 6 Monate und mittelfristige Kredite mit einer Laufzeit von 6 Monaten bis weniger als 4 Jahren dem Geldmarkt zugeordnet, während längerlaufende Kredite dem Kapitalmarkt zugerechnet werden.

Folgt man dieser Einteilung, so sind die Schuldscheindarlehen, deren Laufzeit fast durchweg über 4 Jahren liegt, eindeutig dem Kapitalmarkt zuzuordnen. Ist es jedoch richtig, sie in den Vorhof oder auf die Hintertreppe des Kapitalmarktes zu verbannen?

2. Der Schuldscheinmarkt als Teilmarkt des Kapitalmarktes

Der Kapitalmarkt läßt sich nach verschiedenen Merkmalen weiter in Teilmärkte untergliedern. Wählt man als Abgrenzungsmerkmal den Charakter der gehandelten Titel, so ist zu unterscheiden zwischen dem sog. organisierten Kapitalmarkt, dem Kapitalmarkt im engeren Sinne oder dem Wertpapiermarkt und dem Kapitalmarkt im weiteren Sinne.[1)]

Auf dem sog. organisierten Kapitalmarkt werden verbriefte und fungible schuldrechtliche Titel in der Form festverzinslicher Wertpapiere (Anleihen, Pfandbriefe etc.) und beteiligungsrechtliche Titel in Form von Aktien und Kuxen sowie "die teils auf schuldrechtlicher, teils auf beteiligungsrechtlicher Basis emittierten Investment-Zertifikate"[2)] gehandelt.

Der Kapitalmarkt im weiteren Sinne umfaßt darüber hinaus auch alle nicht in Effektenform gekleideten langfristigen Kredit- und Beteiligungstitel,[3)] wozu auch die Schuldscheindarlehen rechnen.

Hagenmüller, der als Abgrenzungsmerkmal die jeweiligen Handelspartner zugrundelegt, teilt den Kapitalmarkt in einen organisierten Kapitalmarkt im weiteren und im engeren Sinne und in einen nicht organisierten oder freien Kapitalmarkt.[4)] Zum organisierten Kapitalmarkt i.e.S. rechnet er "Angebot und Nachfrage von bzw. nach mittel- und langfristigen Krediten und

1) Vgl. W. Dannemann, a.a.O., S.20 und S. 24.
2) W. Dannemann, a.a.O., S.20f.
3) Ähnlich auch H.G. Merkel (a.a.O.,S.38), der diesen Sektor des Kapitalmarktes als nichtorganisierten Kapitalmarkt bezeichnet
4) K.F. Hagenmüller, "Kapitalmarkt", in: HdWB, Bd. II, 3. Aufl., Stuttgart 1956-1962, Sp. 3099.

Beteiligungen zwischen Geschäftsbanken".[1] Spielt sich die Abwicklung zwischen Geschäftsbanken und Nichtbanken ab, so ordnet er diese Transaktionen dem organisierten Kapitalmarkt i.w.S. zu. Handelt es sich bei den Handelspartnern um Nichtbanken, so zählen diese Geschäfte zum nichtorganisierten oder freien Kapitalmarkt.

Macht man sich diese Einteilung zu eigen, so ist der überwiegende Teil der Schuldscheindarlehensgeschäfte dem organisierten Kapitalmarkt i.w.S. zuzurechnen, da in die Darlehensgewährungen heute vorwiegend Kreditinstitute eingeschaltet sind, während ein geringer Teil, und zwar sowohl die direkten Einzeldarlehen, die ohne Vermittlung der Banken zustandekommen als auch jene Darlehen, welche von Maklern, die nicht Banken sind, vermittelt werden, zum freien Kapitalmarkt zählen.

Der Wertpapiermarkt wird dem Sprachgebrauch der Börse folgend nach Art der gehandelten Titel in den Rentenmarkt und in den Aktienmarkt gegliedert, wobei die Teilmärkte sich entsprechend den unterschiedlichen Titeltypen weiter in gesonderte Märkte z.B. für Industrie-Obligationen und für Bankschuldverschreibungen aufteilen lassen.

Für unsere Untersuchung wichtiger ist jedoch die von Herbert von Beckerath vorgenommene Zweiteilung des Wertpapiermarktes in "den von den Banken beherrschten Markt außerhalb der Börsen, den Emissionsmarkt", und in den "Zirkulationsmarkt" der Börse selbst.[2]

Während sich auf dem Emissionsmarkt die Anbieter und Nachfrager nach neuen, erstmals in den Verkehr gelangenden Kapitalmarkttiteln treffen, sich auf ihm also die Kapitalbeschaffung der Emittenten bzw. der Ersterwerb der Wertpapiere abspielt, dient der Zirkulationsmarkt der Mobilisierung und Bewertung bereits im Verkehr befindlicher Kapitalmarkttitel. Ihn können wir, da sich der Handel in bereits emittierten Effekten fast ausschließlich über die Börse vollzieht, mit der Wertpapierbörse gleichsetzen.

---

1) K.F. Hagenmüller, "Kapitalmarkt", a.a.O., Sp.3009.
2) H. von Beckerath, a.a.O.,S.8, der diese Einteilung von Aupetit-Brocard, Les grands marchés financiers, Paris 1913, S. 46, übernommen hat.

Der Zirkulationsmarkt ermöglicht es im Prinzip dem Effektenbesitzer, seine Titel zu marktgerechten Bedingungen und jederzeit in jeder Menge zu mobilisieren. Dadurch wird seine Zeichnungsbereitschaft gefördert. Er ist aber auch für den Emittenten eine unerläßliche Einrichtung, "weil die fortlaufende Kursbildung dem Emittenten klare Maßstäbe für die Ausstattung der Titel liefert, die er begeben will".[1)]

Auch der Schuldscheinmarkt läßt sich in einen Emissionsmarkt teilen, auf dem sich die Neuausleihungen bzw. die Neuaufnahmen der Schuldscheindarlehen abspielen, und in einen Zirkulationsmarkt, der der Umplazierung früher gewährter Schuldscheindarlehen dient.

Zwischen dem Emissionsmarkt der Industrie-Obligationen und dem industrieller Schuldscheindarlehen bestehen hinsichtlich ihrer Organisation und -wie bereits gezeigt- auch im Hinblick auf die Höhe der Umsätze nur geringe Unterschiede. Dagegen weist der Zirkulationsmarkt der Schuldscheindarlehen im Gegensatz zu dem der Industrie-Obligationen nur gelegentlich Umsätze auf, und er ist auch weniger gut organisiert als der Zirkulationsmarkt der Wertpapiere, da Schuldscheindarlehen nicht fungibel sind.

Die Aufnahme der Schuldscheindarlehen, die geeignet sind, eine Anleiheaufnahme zu ersetzen, erfolgt heute in ähnlicher Weise wie die Anleiheemission. So wie bei der Ausgabe von Industrie-Obligationen in der Regel ein von Banken gebildetes Konsortium[2)] die gesamte Emission auf eigene Rechnung übernimmt und dem Emittenten den Gegenwert zur Verfügung stellt[3)], so werden auch die Schuldscheindarlehen, die an die Größenordnung einer Anleiheemission heranreichen, zumeist von einem Bankenkonsortium fest übernommen. In beiden Fällen werden also Banken in die

1)K. Riehebächer, Börse und Kapitalmarkt, a.a.O., S.15.
2)Auch bei den Refinanzierungsdarlehen ist stets ein Kreditinstitut eingeschaltet. Nur bei den sonstigen, ohne Vermittlung von Banken zustande kommenden Darlehenstransaktionen, ist der Organisationsgrad des Emissionsmarktes der Schuldscheindarlehen geringer als der der Anleihen.
3)In diesem Falle handelt es sich um die sog. Fremdemission. Verzichtet der Emittent auf die Zwischenschaltung eines Bankenkonsortiums und wendet er sich direkt an das Publikum, so liegt die sog. Selbstemission vor. Vgl. H.Delorme, Konsortial- und Emissionsgeschäft, a.a.O., S. 48.

Begebung eingeschaltet. In beiden Fällen versuchen sie, die Anleihe oder das Schuldscheindarlehen im Wege des freihändigen Verkaufs[1] bei den endgültigen Gläubigern unterzubringen.

Der Zirkulationsmarkt der Industrie-Obligationen ist -wenn man von dem außerbörslichen Handel, der neuerdings nur noch einen geringen Umfang erreicht, absieht- weitgehend mit der Wertpapierbörse identisch. Sie weist von allen Teilbereichen des Kapitalmarktes den höchsten Organisationsgrad auf und garantiert die Mobilisation der Wertpapiere, die die gegensätzlichen Interessen von Emittent und Wertpapierkäufer überbrückt. An ihr finden börsentäglich Umsätze statt.

Demgegenüber existiert für die Schuldscheindarlehen -wie bereits erwähnt- keine zentrale, Angebot und Nachfrage zusammenfassende Institution. Die Funktionsfähigkeit ihres Zirkulationsmarktes suchen vielmehr Vermittler zu gewährleisten. Für den Handel in Schuldscheindarlehen ist freilich auch keine, der Börse vergleichbare Mobilisationszentrale erforderlich, da Schuldscheindarlehen in der Regel von den Kapitalsammelstellen aus ihnen langfristig zur Verfügung stehenden Mitteln gegeben werden. Sind die Darlehensgläubiger zu einer vorzeitigen Liquidierung ihrer Darlehensforderungen gezwungen, so sind sie zumeist auf die Hilfe von Maklern angewiesen. Ob die Mobilisierung gelingt, hängt weitgehend vom Zufall ab.

Auf das Fehlen eines Zirkulationsmarktes für Schuldscheindarlehen dürfte es wohl zurückzuführen sein, daß die Kritiker das Schuldscheindarlehen nicht als vollwertiges Kapitalmarktinstrument ansehen, sondern es in die "Vorhöfe" oder auf die "Hintertreppe" des Kapitalmarktes verbannen. Sie lassen dabei außer acht, daß der Zirkulationsmarkt lediglich für die Effekten, deren Erwerber jederzeit liquidierbare Vermögensobjekte anstreben, notwendig ist, nicht jedoch für die Gewährung laufzeitkonform finanzierter Schuldscheindarlehen. Beachtet man jedoch, daß der Kapitalmarkt allgemein den Markt für langfristige Titel umfasst, so ist die von den Kritikern vorgenommene Klassifizierung nicht berechtigt. Schuldscheindarlehen sind keine "Kapitalmarktsurrogate",[2] sie sind vielmehr als vollwertiges Kapitalmarktinstrument anzusehen.

1)Die Subskription ist heute nur noch bei öffentlichen Anleihen üblich.

2)So W. Dannemann, a.a.O., S.68.

Inwieweit kann das Vordringen der Schuldscheindarlehen die Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarktes beeinträchtigen? Um diese Frage beantworten zu können, müssen wir zunächst klären, welche wesentliche Funktionen der Kapitalmarkt in der Verkehrswirtschaft ausübt.

III. Die Funktionen des Kapitalmarktes in der Verkehrswirtschaft

Als wichtigste Kapitalmarktfunktion ist die F i n a n z i e r u n g s f u n k t i o n zu nennen. "Durch die Sammlung vieler einzelner Beträge ermöglicht der ... Kapitalmarkt die Befriedigung des Kapitalbedarfs von Staat, Unternehmungen usw. Er schafft die Voraussetzung für die Durchführung langfristiger Investitionsvorhaben"[1] und ermöglicht die "Funktionsteilung zwischen Sparer und Investor".[2] Dadurch, dass der Kapitalmarkt sowohl das Sparen wie das Investieren davon unabhängig macht, ob der Sparer eine Investitionsmöglichkeit oder der Investierende eine Sparmöglichkeit besitzt, bietet er die Möglichkeit eines volkswirtschaftlichen Ausgleichs zwischen Sparen und Investieren.[3] Denn wie Wolf betont, können "über einen breiten Kapitalmarkt ... die meist recht beträchtlichen zeitlichen, betrieblichen und regionalen Abweichungen zwischen Kapitalbildungsfähigkeit und Investitionsbedarf mühelos ausgeglichen werden".[4]

Neben der Finanzierungsfunktion ist die S e l e k t i o n s - oder A u s l e s e f u n k t i o n des Kapitalmarktes zu erwähnen, die besonders der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft anspricht, wenn er schreibt: Der Kapitalmarkt sei diejenige "Stelle, die in einer Marktwirtschaft die Funktion hat, das Kapital in die richtigen Kanäle zu leiten".[5] Werden Finanzmittel in erheblichem Maße über den Kapitalmarkt geleitet, so könne erreicht werden, "daß volkswirtschaftliche Fehllenkungen der Investitionsströme vermieden ... werden".[6]

1)H. Lipfert, Geld- und Kapitalmarkt, a.a.O., S.268.
2)W. Röpke, Die Theorie der Kapitalbildung, Tübingen 1929, S.17.
3)W. Röpke, ebenda.
4)E. Wolf, Probleme der Wiederbelebung des Kapitalmarktes, in: Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F. Bd.5, Berlin 1953, S. 119.
5) und 6)Bulletin des Presse- und Informationsdienstes der Bundesregierung, Nr.24, Bonn, 5.2.1958, S. 212.

Soll das in einer Volkswirtschaft gebildete Kapital optimal verwendet werden, so "muß über seine Ergiebigkeit in den verschiedenen Verwendungsarten Klarheit bestehen".[1] Als Maßstab hierfür dient einmal der Zinssatz, der freilich- wie Lenel betont- "auch nur insoweit brauchbar ist, als er sich frei bilden kann und nicht manipuliert wird",[2] und zum andern, worauf Gamerdinger hinweist, die Kontrolle des Marktes. "Insofern als die Nachfrage nach Kapital die Kontrolle des Marktes passieren (Börsenprospekte bei der Emission von Wertpapieren, Offenlegung der Geschäftsverhältnisse bei Bankkrediten usw.) und sich den allgemeinen Bedingungen des Marktes unterwerfen muß, wird (tendenziell) verhindert, daß leistungsschwache Unternehmen und unrentable Vorhaben mit Kapital ausgestattet werden".[3]

Diese Marktkontrolle hat zur Folge, daß die am Kapitalmarkt angebotenen Titel -zumindest im Angebotszeitpunkt- eine relativ hohe Sicherheit aufweisen, so daß der potentielle Käufer einer eigenen Bonitätskontrolle weitgehend enthoben ist. Seine Anlageentscheidungen werden auch dadurch erleichtert, daß bestimmte Teilmärkte des Kapitalmarktes auf Grund von Presseveröffentlichungen, amtlichen statistischen Untersuchungen, gesetzlichen Bestimmungen und einheitlichen Konditionen weitgehend transparent sind. Ein wohlgeordneter Kapitalmarkt bietet also den einzelnen Kapitalanlegern die Möglichkeit, unter verschiedenen Kapitalanlagemöglichkeiten die seiner Interessenlage am ehesten entsprechende herauszusuchen".[4] Von allen Teilmärkten des Kapitalmarktes weist der Wertpapiermarkt die höchste Transparenz auf.

Der Kapitalmarktzins übt daneben eine O r i e n t i e r u n g s - funktion aus, und zwar für die Investitionsentscheidungen der Unternehmen, für die Konditionenfestlegung mancher Kapitalsammelstellen und für die Anlageentscheidungen der Kapitalanleger.

Die Unternehmer orientieren sich bei ihren Investitionsentscheidungen auch daran, in welchem Verhältnis der sog. interne

1) H.O. Lenel, Neue Entwicklungstendenzen auf dem deutschen Kapitalmarkt, in:JfNuSt. Bd. 173, 1961, S. 154.
2) H.O. Lenel, a.a.O., S.155
3) D.Gamerdinger, a.a.O., S. 15.
4) D. Gamerdinger, a.a.O., S. 17.

Zinsfuß zum sog. kalkulatorischen Zinsfuß (Marktzins plus Risikofaktor) steht. Manche Kapitalsammelstellen, "z.B. Sparkassen, Versicherungsgesellschaften und Bausparkassen betrachten die Veränderungen der jeweiligen effektiven Pfandbriefrendite ... als Grundlage ihrer Konditionen-Entscheidungen".[1] Den im Emissionsgeschäft tätigen Kreditinstituten bietet der Kapitalmarktzins einen Maßstab für die Ausstattung ihrer Neuemissionen, die, wenn ihre Plazierung gelingen soll, möglichst marktgerecht ausgestattet sein müssen, da sie mit den bereits umlaufenden Effekten konkurrieren.

Der Kapitalmarktzins kann seine Orientierungsfunktion nur erfüllen, wenn alle Interessenten seine Entwicklung jederzeit verfolgen können. Diese Voraussetzung trifft nur für die Zinssätze am Wertpapiermarkt zu, die eine Art "Leitzins" für die Zinssätze der anderen Teilmärkte des Kapitalmarktes bilden.

Neben der schon früher erwähnten L i q u i d i e r u n g s - funktion, ist schließlich noch die K o n s o l i d i e r u n g s- funktion zu nennen, die vor allem für die Kreditbanken wichtig ist. "Der Markt für industrielle und kommerzielle Wertpapiere erfüllt die spezielle Funktion der Konsolidierung von kurzfristig gewährten Vorfinanzierungskrediten".[2] Der Vorgang der Konsolidierung ist nach Gamerdinger sowohl banktechnisch als auch volkswirtschaftlich relevant.

Banktechnisch gesehen bewirke er eine Verkürzung der Bankbilanz und damit (c.p.) eine Erhöhung der Bankenliquidität. Darüberhinaus ermögliche er der den Vorfinanzierungskredit gewährenden Bank, das mit dieser Kreditgewährung verbundene Bonitätsrisiko auf den neuen Gläubiger zu übertragen. Volkswirtschaftlich gesehen sei der Akt der Konsolidierung deshalb bedeutsam, weil mit ihm einer vollzogenen Investition ein entsprechend endgültiger Konsumverzicht gegenübergestellt und damit die Bedingung für eine währungspolitisch neutrale Investitionsfinanzierung in der Vollbeschäftigung erfüllt werde.[3]

1) H. Lipfert, Geldmarkt und Kapitalmarkt, a.a.O., S.268. Seine Aussage trifft allerdings für die von den deutschen Bausparkassen an zweiter Stelle gewährten Hypothekendarlehen nicht zu. Sie werden zu einem schon bei Vertragsabschluß vertraglich fixierten Darlehenszinssatz gewährt, dessen Höhe unabhängig vom Kapitalmarktzins festgelegt wird.
2) D. Gamerdinger, a.a.O., S. 17.
3) D. Gamerdinger, a.a.O., S. 16.

IV. Der Einfluß der Schuldscheindarlehen auf die Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes

Wenn wir im folgenden den Einfluß der Schuldscheindarlehen auf die Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes untersuchen, so müssen wir darauf verzichten, die Auswirkungen, die die Schuldscheinfinanzierung auf den Rentenmarkt gehabt hat, zu analysieren. Eine solche Analyse würde den Rahmen unserer Arbeit sprengen. Wir begnügen uns vielmehr damit, die möglichen Wirkungen, welche die Schuldscheindarlehen auf den Rentenmarkt, insbesondere auf den Markt der Industrie-Obligationen, haben können, aufzuzeigen. Dabei wollen wir uns vor allem mit folgenden Fragen befassen:
(1) Inwieweit vermag die Schuldscheinfinanzierung die Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes zu beeinflussen?
(2) Kann der Schuldscheinmarkt die Funktionen des Rentenmarktes in gleicher Weise erfüllen?

Die mögliche Bedeutung des Schuldscheinmarktes für den Rentenmarkt rührt daher, daß zwischen beiden sehr enge Beziehungen bestehen, die durch die organisatorische Verbindung der Märkte über die Kreditbanken noch intensiviert werden.

Die Handelsobjekte beider Märkte dienen sowohl als Instrumente langfristiger Fremdkapitalbeschaffung als auch als Objekte der Kapitalanlage und stehen somit in einem engen Substitutionsverhältnis zueinander. Ein unmittelbares Konkurrenzverhältnis zwischen Schuldscheindarlehen und Rentenwerten ist allerdings nur bei solchen Schuldscheindarlehen gegeben, die eine Anleiheemission ersetzen können und deren Schuldner emissionsfähig sind.[1)]

Soweit die emissionsfähigen Kapitalnachfrager ihren Fremdkapitalbedarf mit Schuldscheindarlehen decken, fallen sie als Anbieter von Wertpapieren aus. Werden den Kapitalsammelstellen von den Kapitalnachfragern gleichwertige oder bessere Konditionen für Schuldscheindarlehen geboten, die die gleiche Bo-

1) Ein mittelbares Konkurrenzverhältnis zwischen Rentenwerten und Schuldscheindarlehen nicht emissionsfähiger Schuldner als Anlagemittel liegt vor, wenn man unterstellt, daß ein mehr oder weniger großer Teil der in solchen Schuldscheindarlehen investierten Mittel ohne diese Anlagemöglichkeit dem Wertpapiermarkt zur Verfügung gestellt worden wäre.

nität wie Rentenwerte und eine ihren anlagepolitischen Erfordernissen genügende Liquidität aufweisen, so werden diese Institute ihre verfügbaren langfristigen Mittel -auch wegen des etwaigen Kursrisikos festverzinslicher Wertpapiere- eher in Schuldscheindarlehen als in Wertpapieren investieren. Soweit sie Schuldscheindarlehen gewähren, scheiden sie als mögliche Kapitalanbieter am Wertpapiermarkt ebenfalls aus, da unterstellt werden kann, daß sie mit Rücksicht auf den Grundsatz der Risikostreuung zumindest einen Teil ihrer in Schuldscheindarlehen angelegten Mittel sonst am Rentenmarkt angeboten hätten. Die Schuldscheinfinanzierung emissionsfähiger Kapitalnehmer hat somit zur Folge, daß das Emissionsvolumen des Wertpapiermarktes kleiner ist, als es ohne Bestehen der Schuldscheindarlehen wäre, daß sich m.a.W. der Wertpapiermarkt verengt.

Da die auf dem Wertpapiermarkt und auf dem Schuldscheinmarkt zustande kommenden Geschäfte keine isolierten Transaktionen darstellen, sie vielmehr wegen des zwischen Schuldscheindarlehen und Rentenwerten bestehenden Substitutionsverhältnisses eng miteinander verbunden sind, besteht auch eine enge Beziehung zwischen den auf beiden Märkten geltenden Zinssätzen.

Wegen der Substitutionsmöglichkeit orientieren sich die Kapitalanbieter und -nachfrager bei ihren Dispositionen an den Zinssätzen beider Märkte. Die Kapitalnachfrager werden bei ausreichendem Kapitalangebot z.B. die Darlehensaufnahme dann der Anleiheemission vorziehen, wenn die Schuldscheinaufnahme zu niedrigeren Finanzierungskosten als die Anleihefinanzierung möglich ist. Dieses Verhalten führt tendenziell dazu, die auf den beiden Märkten bestehenden Zinsunterschiede zu nivellieren. Eine solche Nivellierung bewirkt auch das Verhalten der Kapitalanleger, die-unter sonst gleichen Umständen-jene Anlageobjekte bevorzugen, die eine höhere Rendite erbringen. Liegt z.B. die Rendite der bereits in ihrem Besitze befindlichen Wertpapiere unter der Rendite, die ihnen eine Darlehensgewährung erbringen würde, die hinsichtlich ihrer Bonität und Liquidität der Wertpapieranlage gleichwertig ist, so werden sie ihre niedrig verzinslichen Wertpapiere in höher rentierende Schuld-

scheindarlehen umtauschen. Die niedrig verzinslichen Wertpapiere werden deshalb durch die Verkaufswünsche der Kapitalanleger solange im Kurs sinken, bis sie wieder eine annähernd gleich hohe Rendite wie die Schuldscheindarlehen erreichen.[1)]

Wir stellten bereits fest, daß durch das Vordringen der Schuldscheindarlehensfinanzierung sich der Wertpapiermarkt insoweit verengt, als emissionsfähige Kapitalnachfrager statt der Anleihefinanzierung sich der Schuldscheinaufnahme bedienen, ihr Wertpapierangebot mithin zurückgeht oder entfällt, während gleichzeitig die Kapitalsammelstellen, soweit sie an Stelle des Wertpapiererwerbs Schuldscheindarlehen vergeben, als Kapitalanbieter am Rentenmarkt (teilweise) ausfallen.

In dem Maße, in dem die Schuldscheinfinanzierung die sonst für den Kauf von Wertpapieren zur Verfügung stehenden Anlagemittel beansprucht, beeinträchtigt sie die Finanzierungs- und Konsolidierungsfunktion des Wertpapiermarktes.

Zwar scheint es auf den ersten Blick für die Höhe des langfristigen Finanzmittelaufkommens unerheblich zu sein, ob die Kapitalsammelstellen Schuldscheinforderungen oder Wertpapiere erwerben. Dies ist jedoch nur der Fall, solange die Darlehensfinanzierung im Verhältnis zur Anleihefinanzierung einen nur bescheidenen Umfang erlangt. Beeinträchtigt jedoch die Darlehensfinanzierung das Emissionsgeschäft der Banken, so vermag sie eine Reduzierung der insgesamt am Rentenmarkt angebotenen Finanzmittel zu bewirken.

Eine Anleiheemission kann beim Publikum nur dann vollständig untergebracht werden, wenn der Markt hierfür genügend aufnahmefähig ist, d.h. wenn für die angebotenen Titel bei gegebener Ausstattung eine ausreichende Nachfrage besteht.

Mit dem Vordringen des institutionellen Sparens haben die Kapitalsammelstellen, insbesondere die VU, als Wertpapierkäufer zunehmendes Gewicht erlangt, und zwar nicht nur wegen der Höhe ihrer Kapitalbildung, sondern auch weil sich diese -wie wir am Beispiel der LV gezeigt haben- weitgehend unabhängig von konjunkturellen Schwankungen vollzieht. Die emittierenden Banken

1) In der Realität übersteigt die Rendite der Schuldscheindarlehen in der Regel die der Wertpapiere um etwa 1/4%, da diese Renditedifferenz eine Art Prämie für die geringere künstliche Liquidität oder ein vglw. größeres Risiko der Schuldscheindarlehen darstellt.

können deshalb bei ihren Emissionsvorhaben damit rechnen, daß die VU einen Teil der Emission übernehmen werden. Fallen die VU als Wertpapierkäufer teilweise aus, so riskieren die Banken, sofern sie die Emission fest übernommen haben, daß die Plazierung nur teilweise gelingt, daß sie m.a.W. auf Emissionsresten sitzen bleiben. Trifft das zu, so vermag der Wertpapiermarkt seine Konsolidierungsfunktion nicht mehr voll zu erfüllen. Daraus ergeben sich wieder Rückwirkungen für das Kapitalangebot.

Obligationen werden zumeist emittiert, um einen von den Banken nur kurzfristig gewährten Investitionskredit abzulösen. Bei der Fremdemission mit Festübernahme übernehmen die Banken die Emission und schreiben den Gegenwert dem Emittenten gut. Für die Banken bedeutet dieser Vorgang zunächst nur eine Änderung der Kreditform -die Bilanzposition "Debitoren" vermindert sich und die Bilanzposition "Festverzinsliche Wertpapiere" nimmt zu- und eine Verbesserung ihres Bilanzbildes. Können die Wertpapiere nicht beim Publikum untergebracht werden, ist also der Investitionskredit nicht auf andere Gläubiger übertragbar, so müssen die Emissionsreste als langfristige Festlegung betrachtet werden. Denn erst wenn die Emission untergebracht ist, erhält die Bank die dem Emittenten gutgeschriebenen Beträge wieder zurück, und erst dann gilt der Kredit als konsolidiert.

Bleiben die Banken aber auf ihren Emissionsresten sitzen, so fördert das auch die sog. Geldmarktempfindlichkeit des Kapitalmarktes. Denn die Banken pflegen auf Liquiditätsverknappungen und Zinserhöhungen am Geldmarkt zumeist mit Wertpapierverkäufen zu reagieren. Dadurch übertragen sie die Schwankungen des Geldmarktes auf den Kapitalmarkt. Dies kann zwar insofern währungspolitisch erwünscht sein, als die Zins- und Liquiditätspolitik der Notenbank nur dann auf den für die Investitionsfinanzierung so wichtigen Kapitalmarkt "durchschlagen" kann, wenn dieser vom relativ leicht durch die Notenbank zu beherrschenden Geldmarkt abhängig ist . Gegen eine allzu große Geldmarktempfindlichkeit des Kapitalmarktes spricht jedoch, daß die dadurch eventuell am Wertpapiermarkt bewirkten heftigen Kursschwankungen die Bereitschaft des Publikums zum Wertpapiererwerb beeinträchtigen, so daß deswegen das Angebot am Wertpapiermarkt sinkt.

Erlangt die Schuldscheindarlehensfinanzierung einen Umfang, daß Anleiheemissionen nur noch gelegentlich begeben werden, wie es z.B. in den Jahren 1960, 1961 und 1966 bei Industrieanleihen der Fall gewesen ist,[1] so wird das mit der Wertpapieremission verbundene Plazierungsrisiko der Emittenten oder Banken auch deshalb erhöht, weil sich die emittierenden Stellen nicht am Markt über die richtige Ausstattung der Neuemission informieren können. "Will man eine erfolgreiche Emission starten, so wird man sich insbesondere mit der fortlaufenden Analyse des Erfolgs- oder Mißerfolgs der zuletzt von der Konkurrenz vorgenommenen Emissionen auf Grund des dort gewählten Aufbaus der Ausstattung beschäftigen müssen".[2] Solch eine Orientierung ist jedoch nur dann erfolgversprechend, wenn zwischen dem geplanten eigenen Emissionsvorhaben und den vorhergehenden Emissionen keine zu große Zeitspanne liegt.

Die Banken vermögen ihr bei fest übernommenen Emissionen bestehendes Plazierungsrisiko zwar dadurch zu mindern, daß sie den Emissionsbetrag verringern. Da jedoch die hohen einmaligen Kosten[3] einer Wertpapieremission sich auf die gesamten Finanzierungskosten der Anleihe desto stärker auswirken, je geringer der Emissionsbetrag ist, verteuert diese Möglichkeit die Anleihefinanzierung. Hinzu kommt, daß mit Rücksicht auf die Liquidität der Wertpapiere die Emittenten auf einen breiten Markt achten müssen, da andernfalls geringe Kauf- oder Verkaufswünsche zu hohen Kursschwankungen führen können, die ihrerseits wieder die Neigung des Publikums, Wertpapiere zu erwerben, beschneiden und somit die Liquidierungsfunktion des Wertpapiermarktes tangieren.

Wenn die Entwicklung der Schuldscheinfinanzierung dazu führt, daß der Rentenmarkt seine Finanzierungs- und Konsolidierungsfunktion nicht mehr oder nur noch beschränkt zu erfüllen vermag, kann sie dann der Schuldscheinmarkt in gleicher Weise erfüllen?

---

1) Vgl. Tabelle 19.
2) H. Rittershausen, Ind. Finanzierung..., a.a.O., S.190.
3) Über diese Kosten: H.Rittershausen, Ind.Finanzierung..., a.a.O., S.135, der errechnet hat, daß die einmaligen Kosten einer 6%igen Industrieanleihe, die mit 10 Mio.DM und 15 Jahren Laufzeit geplant ist, unter Berücksichtigung einer Kapitalverkehrssteuer von 2,5%, 7,5% des Emissionsbetrages ausmachen.

Das träfe zu, wenn alle sonst am Rentenmarkt angebotenen Mittel auf dem Schuldscheinmarkt investiert würden. Hiermit kann jedoch nicht gerechnet werden. Denn -wie wir bereits bei der Analyse der künstlichen Liquidität der Schuldscheindarlehen gesehen haben- ist einmal der Kreis möglicher Darlehensgeber enger als der potentieller Rentenkäufer und zum andern können wegen der vergleichsweise geringen künstlichen Liquidität der Schuldscheindarlehen nur langfristige Mittel auf dem Schuldscheinmarkt investiert werden. Anders als das Wertpapier, das aufgrund seiner kleinen Stückelung es ermöglicht, zahlreiche kleine Kapitalbeträge zu mobilisieren und für ein Finanzierungsvorhaben zusammenzufassen, und das auch den privaten Kapitalanlegern die Möglichkeit eröffnet, sich mit kleinen Beträgen an der Anleihefinanzierung zu beteiligen, setzt die Beteiligung an Schuldscheindarlehen wegen ihrer hohen Mindestbeträge in der Regel die vorherige, institutionell erfolgende Zusammenfassung vieler Sparbeträge voraus. Mithin kommen vorwiegend nur Kapitalsammelstellen als Anbieter von Schuldscheindarlehen in Betracht.

Während der Kapitalanleger ohne größeres Risiko Rentenpapiere auch dann kaufen kann, wenn er nicht beabsichtigt, sein investiertes Kapital auf lange Sicht festzulegen, geht er bei der Darlehensgewährung das Risiko einer langfristigen Kapitalbindung ein, da für Schuldscheindarlehen keine, den Börsen vergleichbare Mobilisationszentrale existiert und wegen der fehlenden Fungibilität der Schuldscheindarlehen auch gar nicht mit gleicher Effizienz existieren kann. Infolgedessen fallen am Schuldscheinmarkt auch jene Kapitalanbieter aus, die für ihre freien Mittel nur eine Zwischenanlage suchen und/oder die auf die Mobilität ihrer Anlagemittel nicht verzichten wollen oder können.
Wir kommen somit zu dem Ergebnis, daß der Schuldscheinmarkt die Finanzierungs- und Konsolidierungsfunktion des Wertpapiermarktes nicht zu ersetzen vermag.

Engt die Schuldscheinfinanzierung den Rentenmarkt ein, so beeinträchtigt sie dadurch auch seine Liquidierungsfunktion,d.h. sie schränkt die Möglichkeit ein, daß Wertpapiere jederzeit

und in großen Beträgen ohne Inkaufnahme erheblicher Kursverluste liquidisiert werden können.

Der Kurs eines Wertpapiers bestimmt sich nach Angebot und Nachfrage. Zwar hängt der Kurs festverzinslicher Wertpapiere hauptsächlich ab vom Verhältnis des effektiven Zinsertrag des Wertpapiers zum landesüblichen Zinsfuß und von der sonstigen Ausstattung des Wertpapiers. Daneben können jedoch auch "durch eine zufällige Häufung einseitiger Kauf- oder Verkaufsaufträge, die nicht durch Wertveränderungen hervorgerufen werden, Kursschwankungen eintreten".[1] Damit ist vor allem bei engen Märkten zu rechnen. Denn "besteht für ein Wertpapier an einem Börsenplatz nur geringes Interesse und ist daneben der Gesamtbetrag der Emission niedrig, so werden sich Angebot und Nachfrage kaum ausgleichen. Wenige Aufträge können so bei einem kleinen Markt zu beträchtlichen Kursschwankungen Anlaß geben".[2] Es bedarf somit "einer gewissen Marktbreite, damit zufallsbedingte Kursschwankungen in Grenzen gehalten werden".[3] Unsere bisherige Analyse hat jedoch ergeben, daß die Schuldscheinfinanzierung den Rentenmarkt verengt, da sie einerseits das Emissionsangebot vermindert oder zumindest wegen des hohen Plazierungsrisikos zu kleineren Emissionsbeträgen führt und andererseits vor allem auch das Angebot jener Kapitalsammelstellen verringert, die sich durch eine hohe und stetige Kapitalbildung auszeichnen. Ein Rentenmarkt aber, "hinter dem keine großen, zur Aufnahme bereiten Kapitalsammelstellen in ausreichendem Umfange stehen, neigt zu stärkeren Kursschwankungen".[4] Denn die Kapitalsammelstellen vermögen als Kapitalanleger einen stabilisierenden Einfluß auf die Wertpapierkurse auszuüben. Sind sie nicht zu einer bestimmten Anlageart gezwungen, so können sie schnell auf sich ändernde Kapitalmarktverhältnisse reagieren und aus Rentabilitätserwägungen am Rentenmarkt dann kursstabilisierend einspringen, wenn ungerechtfertigte oder zufallsbedingte Kurssenkungen ihnen günstige Anlagemöglichkeiten eröffnen.

Die Beteiligung der Kapitalsammelstellen bringt dem Rentenmarkt jedoch nicht nur Vorteile. So schreibt Bösch: " Die Art

1) H.J. Bösch, Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt a.M. 1959, S.12.
2) H.J. Bösch, a.a.O., S.28.
3) K. Richebächer, Börse und Kapitalmarkt, a.a.O., S.16.
4) Das Schuldscheingeschäft der Kreditinstitute, in: ZfdgKW, Heft 18, 1962, S. 890.

der Plazierung bei einer Neu-Emission ist oft entscheidend für die Größe des Marktes eines Papiers und damit für die Preisbildung... Auf der einen Seite ist es günstig, wenn die Kapitalsammelstellen große Posten einer Emission übernehmen, da sie bei kleineren Kurssenkungen nicht sofort ihre Anlagewertpapiere veräussern werden; andererseits wird der Markt für Anleihen sehr eng. Übernehmen kleinere Sparer die Anleihe, so kann es eventuell bei gewissen Gelegenheiten zu einem starken Angebotsdruck kommen, auf der anderen Seite werden die häufigeren Umsätze zu einem ausgeglicheneren Kurs beitragen".[1] Bösch berücksichtigt hierbei allerdings nicht, daß Kapitalsammelstellen mit Rücksicht auf ihre Liquidität eventuell zu Wertpapierverkäufen ebenso gezwungen sein können wie die privaten Sparer, wobei das u.U. massierte Angebot der Kapitalsammelstellen sich stärker kurssenkend auswirken kann[2], da bei privaten Sparern aufgrund von Liquiditätsschwierigkeiten erfolgende Verkaufswünsche nur vereinzelt auftreten werden. Im übrigen pflegt ein Großteil der privaten Sparer im Gegensatz zu den Kapitalsammelstellen Kurs- und Renditeänderungen seiner Wertpapiere nicht mit Umtauschoperationen zu beantworten. Der private Sparer ist weniger zinsempfindlich und wird in der Regel auch nicht bereit sein, etwaige Kursverluste zu realisieren.

Bewirkt die Entwicklung der Schuldscheinfinanzierung größere Kursschwankungen am Rentenmarkt, so wird dadurch die Neigung der Sparer, Wertpapiere zu erwerben, und damit das Kapitalangebot eingeschränkt. Einmal wird das Angebot jener Kapitalanleger zurückgehen, die ihnen nur kurzfristig zur Verfügung stehende Mittel vorübergehend am Rentenmarkt investieren wollen, um auf diese Weise einen höheren Zinsertrag zu erzielen als ihnen z.B. die Anlage dieser Mittel bei einer Bank erbringen würde. Denn bei stark schwankenden Wertpapierkursen riskieren sie, daß der Zinsvorteil der Wertpapieranlage durch bei ihrem Verkauf hinzunehmende Kursverluste kompensiert wird oder daß u.U. ihre Anlage sogar Verluste erbringt.

Zum andern werden aber auch die Kapitalanleger, die mit dem

1) H.J. Bösch, a.a.O., S.28.
2) Das war z.B. im Jahre 1967 der Fall, als die Arbeiterrenten- und die Arbeitslosenversicherung ihre Bestände an festverzinslichen Wertpapieren um rund 1,5 Mrd. DM abgebaut haben, um ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Deutsche Bundesbank, Bericht über das Geschäftsjahr 1967, S.69.

Wertpapiererwerb eine langfristige Anlage bezwecken, mit ihrem Angebot am Rentenmarkt zurückhalten. Die privaten Sparer und Kapitalsammelstellen deshalb, weil sie das höhere Kursrisiko und damit den u.U. geringeren Liquiditätsgrad der Wertpapiere scheuen. Die VU außerdem, weil sie teilweise den eventuell erforderlich werdenden Abschreibungsbedarf auf ihre Anlagewerte vermeiden wollen. Soweit sie als Wertpapiernachfrager ausfallen, wird dadurch die Finanzierungsfunktion des Rentenmarktes beeinträchtigt.

Kann die Auslese- oder Selektionsfunktion des Kapitalmarktes auch vom Schuldscheinmarkt erfüllt werden?

Dem Zinssatz wird die Fähigkeit zugeschrieben, "unter den Nachfragern nach Kredit eine Auslese so vorzunehmen, daß jeweils -nach Maßgabe der vorhandenen Kreditmenge- diejenigen zum Zuge kommen, die unter Zugrundelegung eines bestimmten Maßstabes die 'Würdigsten' sind".[1] Als Maßstab für den Grad der Berechtigung der Kreditnachfrage dient die Höhe der einzelwirtschaftlichen Rentabilität: "Wer von den Kreditnachfragern erwartet, den Zins zahlen und den Kredit zurückzahlen zu können, der erhält Kredit".[2]. Die Ansicht des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundeswirtschaftsministerium , "daß volkswirtschaftliche Fehllenkungen der Investitionsströme vermieden ... werden", wenn Finanzmittel in erheblichem Maße über den Kapitalmarkt geleitet und damit der Selektionsfunktion des Zinssatzes unterworfen werden, können wir allerdings nicht teilen.[3] Wie Willeke ausführt, handelt es sich bei den Rentabilitätserwägungen der Unternehmer um Erwartungen, "die mit allen Unzulänglichkeiten subjektiver Schätzungen über die künftige Entwicklung des Wirtschaftsgeschehens belastet sind".[4] Ist es aber nicht sicher, ob die Ertragserwartungen, aufgrund derer die Kreditnehmer um Kredit nachsuchen, von der späteren wirtschaftlichen Entwicklung bestätigt werden oder nicht, so folgt daraus, "daß über das tatsächliche Ergebnis der Auslese erst in der Zukunft entschieden wird, sich demnach Fehlinvestitionen bei einem noch so frei beweglichen Zins nicht vermeiden lassen".[5]

1) F.U. Willeke, Betrachtungen zur Unvollkommenheit des Kreditmarktes, in: JFNST, Bd. 167, Stuttgart 1955, S. 242.
2) F.U. Willeke, a.a.O., S.243.
3) Vgl. oben S.256, Fußnote 5.
4) F.U. Willeke, a.a.O., S.243.
5) F.U. Willeke, a.a.O., S.243.

Bietet somit die Auslese der Kreditnehmer allein nach ihren Ertragserwartungen noch keine absolute Sicherheit vor Fehlinvestitionen, so bildet sie doch den besten Maßstab für die zweckmäßige Kreditvergabe, da - wie wir bereits festgestellt haben- jeder Kredit letztlich aus den Erträgen eines Unternehmens getilgt wird.

Da die Kreditauslese durch den Zins nicht nur offen läßt, ob sich die Ertragserwartungen des Kreditnehmers in der Zukunft voll erfüllen, sondern durch sie auch nicht der Wahrscheinlichkeitsgrad der Ertragsrealisierung beurteilt wird, da weiterhin die Auslese durch den Zins "auch nicht den Grad der Zuverlässigkeit des Kreditnehmers hinsichtlich der Einhaltung vertraglicher Vereinbarungen .. berücksichtigen"[1] kann, muß bei der Kreditvergabe mit Rücksicht auf die Sicherheit des hingegebenen Kapitals neben der Auslese durch den Zins die individuelle Überprüfung der einzelnen Kreditnehmer treten. Eine solche Überprüfung erfolgt bei den Wertpapieren vor allem durch die mit der Wertpapieremission betrauten Banken[2] und durch die Öffentlichkeit, insbesondere durch die Finanzpresse.[3]

Die Emissionsbanken übernehmen mit Rücksicht auf ihren Emissionskredit -der im wesentlichen auf den Ruf gründet, den die emittierende Bank aufgrund der Erfahrungen, die das Publikum mit ihren früheren Emissionen gemacht hat, erworben hat- und wegen ihres Plazierungsrisikos nur Emissionsvorhaben, deren Schuldner eine gewisse Größe und Bedeutung haben, und die in der Lage sind, den Anleihegegenwert fristgerecht zu verzinsen und zu tilgen. Dies ist vor allem deshalb wichtig, weil sich"die Zeichner, die sich selbst kein Urteil über die Sicherheit der Kapitalanlage bilden können, darauf (verlassen), daß sich die mitwirkenden Banken an keinen zweifelhaften Emissionsgeschäften beteiligen. Das Publikum vertraut .. in erster Linie auf ... den Emissionskredit der Konsortialbanken, der ihr eine ausrei-

1) F.U. Willeke, a.a.O., S.256.
2) Wir beschränken unsere Ausführungen auf die sog. Fremdemission und das Übernahmekonsortium, da die Eigenemission und das Begebungskonsortium nur relativ selten vorkommen.
3) Bei Industrie-Obligationen, die nach § 795 BGB nur mit staatlicher Genehmigung in den Verkehr gebracht werden dürfen, erfolgt eine weitere Überprüfung durch den Bundeswirtschaftsminister, der im Einvernehmen mit dem Wirtschaftsminister des Landes, in dem der Emittent seinen Sitz hat, die Genehmigung erteilt.

chende Gewähr für die Seriosität des Ausstellers und die Qualität des Papiers bietet.[1]

Dieses Vertrauen wollen und dürfen die Emissionsbanken auch deshalb nicht erschüttern, weil sonst die Kapitalanleger davon abgehalten werden, von ihnen nochmals Wertpapiere zu erwerben, so daß das Gelingen weiterer Emissionen infrage gestellt wird und sich eine solche Vertrauenseinbuße auch auf die übrigen Bankgeschäfte auswirken kann.

Aus diesen Gründen werden die Banken jeweils die Bonität der Emittenten genau überprüfen und sich nur an einwandfreien Emissionsvorhaben beteiligen. Aber selbst wenn sie einen ihnen unsicher erscheinenden Kredit durch eine Anleiheemission konsolidieren wollten, um auf diese Weise das Kreditrisiko auf die Anleihekäufer zu überwälzen, würde diese Absicht durch die Kontrolle der Börsenorgane und der Öffentlichkeit erschwert.

Im allgemeinen ist eine Emission beim Publikum nur unterzubringen, wenn es mit der Börseneinführung der emittierten Wertpapiere rechnen kann, da der Wertpapierkäufer darauf Wert legt, sein Papier jederzeit zu einem amtlich festgestellten Kurs veräußern zu können.

Die Börseneinführung setzt jedoch voraus, daß die Emission zum amtlichen Handel an der Börse zugelassen wird. Hierzu muß von einem an der Börse vertretenen Kreditinstitut ein sog. Zulassungsantrag gestellt werden, dem verschiedene Unterlagen, deren wichtigste der sog. Zulassungsprospekt ist, beizufügen sind.[2] Die Genehmigung zur Zulassung wird durch die Zulassungsstelle erteilt. Sie ist nach § 34 Börsengesetz verpflichtet, die Vorlage der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden, zu verlangen, und diese Urkunden zu prüfen. Sie muß dafür sorgen, daß das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit wie möglich informiert wird. Sind die Angaben unvollständig, so darf sie die Emission nicht zulassen. Sie darf weiter Emissionen nicht zulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschä-

1) H. Delorme, a.a.O., S. 49.
2) Vgl. hierzu: O. Hintner, Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961, S. 95ff.

digt werden, oder welche offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen. Die Zulassung wird somit nur ausgesprochen, wenn die Prüfung des Wertpapiers und des Emittenten die Gewähr für eine solide Entwicklung des Wertpapiers bietet.

Hintner weist allerdings darauf hin, daß "sich die Prüfungsfunktion der Zulassungsstelle in erster Linie auf die Vollzähligkeit der eingereichten Unterlagen beschränkt. Nicht aber bezieht sie sich auf die materielle Richtigkeit dieser Unterlagen, weil die Zulassungsstelle den dafür erforderlichen Einblick gar nicht haben kann".[1)]

Deshalb kommt der öffentlichen Kontrolle, insbesondere durch die Presse, erhöhtes Gewicht zu. Sie ist möglich, weil Zulassungsantrag und Zulassungsprospekt in vollem Umfang sowohl im Bundesanzeiger als auch in einem weiteren Publikationsorgan, dem sog. Pflichtblatt, zu veröffentlichen sind.

Zwar wird der Antrag auf Zulassung zum Börsenhandel "heute ausnahmslos erst nach Unterbringung der betreffenden Wertpapiere gestellt, wobei die Zeitspanne zwischen Verkaufsbeginn und Börsenzulassung etwa drei bis zwölf Monate beträgt"[2)], so daß sich der Wertpapierkäufer angesichts des nur spärlichen Inhalts der öffentlichen Verkaufsangebote im wesentlichen auf den Ruf der Emissionsbanken verlassen muß. Da jedoch der Zulassungsprospekt alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere erforderlichen Angaben enthalten muß, insbesondere auch Angaben über die Ergebnisse der letzten fünf Geschäftsjahre, kann die Öffentlichkeit jeweils das Geschäftsgebaren der Emittenten und Emissionsbanken kontrollieren, so daß zumindest die Emissionsbanken die Beteiligung an unseriösen Emissionsvorhaben scheuen dürften.[3)]

Um das die Wertpapiere erwerbende Publikum vor Schaden durch unrichtige Prospektangaben zu schützen, haften gem. § 45 Börsengesetz sämtliche an der Emission Beteiligten, die den Prospekt unterschrieben haben, als Gesamtschuldner jedem Wertpapierbesitzer nach §§ 421 ff. BGB, sofern die Beteiligten Kenntnis von der Unrichtigkeit der Prospektangaben hatten oder sie durch

1) O. Hintner, a.a.O., S. 101.
2) H. Delorme, a.a.O., S. 60.
3) In der Pflicht zu einer weitergehenden Publizität als sie z.B. die aktienrechtlichen Publizitätsvorschriften vorschreiben, kann deshalb die wesentliche Bedeutung des Zulassungsverfahrens gesehen werden.

grob fahrlässiges Verhalten die Unrichtigkeit nicht erkannt haben.[1] Diese Haftung schließt eine Ersatzpflicht gegenüber dem Käufer der Wertpapiere ein, der auf Grund einer im Prospekt gemachten unrichtigen Angabe einen Schaden erleidet. Die Emissionsbanken sind deshalb gezwungen, sich vom Emittenten die Verhältnisse offenlegen zu lassen und seine Angaben materiell zu prüfen.

Wir können somit zusammenfassend feststellen, daß die Institutionen des Wertpapiermarktes dafür sorgen, daß dem Wertpapiersparer nur relativ sichere Titel angeboten werden.

Wer übt bei den Schuldscheindarlehen die Selektionsfunktion aus?

Während bei der Wertpapieremission aufgrund des Zwanges zur Veröffentlichung des Prospekts das Publikum umfassend und aktuell über die wirtschaftliche Lage des Emittenten unterrichtet wird, wodurch kaufmännisch fragwürdige Verhaltensweisen zumindest erschwert und die Emittenten und Emissionsbanken zu einer ordnungsmäßigen Geschäftsführung gezwungen werden, unterliegen die Darlehensnehmer bei der Aufnahme von Schuldscheindarlehen keiner Publizitätspflicht gegenüber der Öffentlichkeit, sondern nur einem Publizitätszwang gegenüber ihren Gläubigern. Schuldscheindarlehen werden unter Ausschluß der Öffentlichkeit gegeben. Sie erfährt gelegentlich in der Presse über Darlehenstransaktionen, wobei zumeist nur der Darlehensnehmer und ein Teil der Konditionen bekannt werden. Die Presse kann somit ihrer Aufgabe, die Öffentlichkeit zu informieren, die wirtschaftlichen Tatbestände zu interpretieren und gegebenenfalls dazu kritisch Stellung zu nehmen, nicht erfüllen. Der mangelnden Kontrolle durch die Öffentlichkeit kommt nun unterschiedliches Gewicht zu, je nachdem ob Kreditinstitute und Finanzmakler in die Darlehenstransaktion eingeschaltet sind oder nicht.

Schuldscheindarlehen werden heute vorwiegend, wenn sie die Größenordnung einer Anleiheemission erreichen, ausschließlich von Banken und Maklern vermittelt. Treten die Banken (vorübergehend) als Darlehensgeber auf, so achten sie im eigenen In-

1) O. Hintner, a.a.O., S.101f.

teresse darauf, daß sie sich nur an sicheren Darlehen beteiligen, da sie andernfalls riskieren, ihre Darlehen nicht an andere Kapitalsammelstellen abtreten zu können.

Aber auch wenn sie rein vermittelnd tätig sind, werden sie die Darlehensnehmer prüfen und solche, die ihren strengen Sicherheitsanforderungen nicht entsprechen, als nicht "schuldscheinfähig" ablehnen. Zu dieser Verhaltensweise sind sie gezwungen, weil ein Teil der (kleineren) VU -ähnlich wie die Wertpapiersparer- sich oft an Hand von Bilanzen und anderen Unterlagen kein selbständiges Urteil über die Bonität des Darlehensschuldners bilden kann, also darauf vertraut, daß die Kreditinstitute nur relativ sichere Darlehen offerieren. Den Banken erwächst hieraus eine besondere Verantwortung.

Zwar ist es denkbar, daß vereinzelt Kreditinstitute versuchen könnten, ihnen zu riskant erscheinende Kreditengagements über Schuldscheindarlehen auf andere Darlehensgläubiger zu übertragen. Diese Gefahr scheint vor allem deshalb groß, weil die Kontrolle durch die Öffentlichkeit fehlt. Gegen ein solches Verhalten spricht jedoch, daß das betreffende Kreditinstitut mit den "hereingelegten" Gläubigern keine weiteren Geschäfte mehr abschließen könnte und daß es damit rechnen muß, daß auch anderen Kapitalsammelstellen ihr unseriöses Geschäftsgebaren bekannt würde, sie mithin ihres "Emissionskredites" verlustig ginge. Diese Rücksicht auf den "Emissionskredit" zwingt auch die Finanzmakler, nur relativ sichere Schuldscheindarlehen zu vermitteln.
Wir können somit feststellen, daß die Kreditinstitute und Finanzmakler eine ähnliche Selektionsfunktion ausüben wie sie bei Wertpapieremissionen üblich ist, wobei allerdings bei Schuldscheindarlehen die Kontrolle durch die Öffentlichkeit entfällt.

Wer kontrolliert nun aber die Sicherheit der unmittelbaren Direktdarlehen?

Bei ihnen besteht grundsätzlich die Gefahr, daß vergleichsweise wenig sichere Darlehensnehmer zum Zuge kommen, sei es, weil die Darlehensgeber u.U. die Sicherheit der Schuldner nicht

richtig beurteilen können,[1] sei es, weil sie im Hinblick auf mögliche Koppelungsgeschäfte weniger strenge Maßstäbe an die Sicherheit anlegen.

Dieser Gefahr beugt zwar die Kontrolle durch das BAV vor. Es vermag jedoch die Kontrollfunktion der Banken und der Presse nicht zu ersetzen, da es sich auf eine formale Prüfung der eingereichten Unterlagen beschränken muß. Damit besteht bei den Direktdarlehen grundsätzlich eher die Gefahr von Kapitalfehlleitungen als bei den von Banken vermittelten Schuldscheindarlehen.

Ein weiterer Nachteil der Schuldscheinfinanzierung ist schließlich noch darin zu sehen, daß sie die Effizienz solcher kapitalmarktpolitischer Maßnahmen schwächen kann, die darauf abzielen, durch Regulierung des Emissionsangebots die Marktbeanspruchung aus der Begebung neuer Wertpapiere niedrig zu halten, um dadurch den Rentenmarkt zu stabilisieren. So wirkt z.B. der sog. Zentrale Kapitalmarktausschuß, der im Februar 1957 ins Leben gerufen wurde, "beratend und empfehlend auf die Emissionstätigkeit ein ... um Zeitpunkt, Volumen und Ausstattung der einzelnen Emissionen der jeweiligen Marktlage anzupassen"[2] und auf diese Weise "eine Überforderung des Wertpapiermarktes durch voneinander unabhängige Konsortien und Emissionsbanken und damit zugleich zufallsbedingte Zinsbewegungen (zu) verhindern".[3]

Seine Empfehlungen sind aber -wie die bisherige Erfahrung gezeigt hat-[4] wenig effizient. Einmal, weil sie nicht für die Emissionsvorhaben der sog. Daueremittenten gelten und zum andern, weil die Einmalemittenten, so sie mit ihren Emissionsvorhaben nicht zum Zuge kommen, auf die Aufnahme von Schuldscheindarlehen ausweichen. Diese Verhaltensweise der Emittenten wurde besonders deutlich im Jahre 1966, als sich "die öffentlichen Emittenten (zeitweise) eine Emissionspause auferlegten und insoweit dem Druck der Kapitalnachfrage am Rentenmarkt er-

1) Mit dieser Möglichkeit ist vor allem bei kleineren VU zu rechnen, die oft nicht über die erforderlichen Fachkräfte verfügen, und die, wenn es sich bei den Darlehensnehmern um nicht publizitätspflichtige Unternehmen handelt, sich auch nicht auf die Beurteilung dieser Unternehmen durch die Presse stützen können.
2) "Zentraler Kapitalmarktausschuß", in: Bank-Lexikon, 5.Aufl., Wiesbaden 1963, Sp. 1578.
3) K.Richebächer, Börse und Kapitalmarkt, a.a.O., S.71f.
4) Vgl.Industriekurier, Nr. 170 vom 3.11.1965, S. 4.

heblich minderten".[1] Gleichzeitig haben sie sich jedoch verstärkt am Schuldscheinmarkt verschuldet. "In dem Maße aber, wie bedeutende öffentliche Schuldner auf .. Schuldscheindarlehen ausweichen,... nimmt das Mißtrauen gegen eine Stabilisierung des Rentenmarktes wieder zu, da der Verbund dieser Märkte offenkundig ist und praktisch jedes gewährte Schuldscheindarlehen als potentieller Verlust für die weitere Emissionskraft des Rentenmarktes gewertet wird".[2]

Die verstärkte Nachfrage nach Schuldscheindarlehen führt dann zu einem Zinsauftrieb am Schuldscheinmarkt, mit der Folge, daß sonst am Wertpapiermarkt angebotene Mittel teilweise auf den eine höhere Rendite erbringenden Schuldscheinmarkt fließen. Dem Wertpapiermarkt wird dadurch das "Wasser abgegraben", und der Zinsauftrieb überträgt sich auf ihn.

Der Versuch, den Rentenmarkt durch Beschränkung des Emissionsangebots zu stabilisieren, verspricht deshalb nur Erfolg, wenn auch der Schuldscheinmarkt in die Regulierung einbezogen werden kann, d.h. wenn die Wertpapieremittenten nicht auf den Schuldscheinmarkt ausweichen können.

Da die Schuldscheinfinanzierung weitgehend"unter der Hand" erfolgt, wurde eine sog. Evidenzzentrale für Schuldscheindarlehen vorgeschlagen, um das Verhalten der Schuldner kontrollieren zu können. "Ihr wäre jedes aufgenommene Schuldscheindarlehen einschließlich Konditionen zu melden. Die Unterlagen dieser eventuell bei der Bundesbank einzurichtenden Zentrale würden es ermöglichen, jenseits formeller Zusicherungen und Versprechungen das tatsächliche Verhalten der einzelnen öffentlichen Hände in den Kapitalmarktgesprächen eingehend zu untersuchen und Verantwortlichkeiten zu fixieren".[3]
Eine solche Evidenzzentrale wurde zwar bisher noch nicht errichtet. Jedoch ermächtigt das Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft vom 8.Juni 1967[4]

---

1)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1966, S.5.
2)Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Oktober 1966, S.17.
3)"Evidenz-Zentrale für Schuldscheindarlehen vorgeschlagen", in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presse-Artikeln, Nr. 44 vom 29.6.1966.
4) BGBl I S. 582.

die Bundesregierung, durch eine Rechtsverordnung mit Zustimmung des Bundesrates, die Aufnahme von Krediten durch die einzelnen öffentlichen Haushalte auf ein bestimmtes Kreditvolumen zu begrenzen (§19). In Rechtsverordnungen nach § 19 kann weiter vorgesehen werden, daß bestimmte Kredite, "insbesondere Anleihen oder Schuldscheindarlehen, nur nach Maßgabe eines Zeitplans und nur unter Einhaltung von Kreditbedingungen ... aufgenommen werden dürfen" (§20 Abs. 1 Satz 2). Durch diesen Zeitplan, der die Reihenfolge des Zugangs zum Kapitalmarkt regelt, kann dessen Überbeanspruchung durch die öffentlichen Haushalte künftig vermieden werden.

Schlußbetrachtung: Die Zukunft des Schuldscheindarlehens

Sind die Schuldscheindarlehen nur als vorübergehende, durch die besonderen Nachkriegsverhältnisse bedingte Erscheinung des Kapitalmarktes zu betrachten oder werden sie sich auch in der Zukunft als Finanzierungs- bzw. Kapitalanlageinstrument behaupten können?

Das Schuldscheindarlehen verdankt den steilen Aufschwung, den es nach der Währungsreform genommen hat, zwar auch den im dritten Kapitel geschilderten besonderen Kapitalmarktverhältnissen der Nachkriegszeit. Die mangelnde Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarktes und die Diskriminierung der Industrie-Obligation durch Kapitalmarktförderungsgesetz, Zinsstop und Kapitalverkehrsteuer zwangen die kreditsuchende Industrie, sich ihre Investitionsmittel als Schuldscheindarlehen bei der Versicherungswirtschaft zu besorgen. Sie verfügte frühzeitig über langfristig investierbare Mittel. Für sie erwiesen sich die Schuldscheindarlehen als geeignetes Anlageobjekt, da deren Zinssätze frei vereinbart werden konnten und deshalb über den staatlich reglementierten Zinssätzen der Wertpapiere lagen. Die Entwicklung der Schuldscheindarlehen wurde daneben durch die sog. Versicherungs-Sonderprogramme gefördert.

Die besonderen Kapitalmarktverhältnisse in der Nachkriegszeit waren jedoch nicht allein entscheidend für die Zunahme der Schuldscheindarlehen. Auch nachdem der Wertpapiermarkt wieder voll funktionsfähig war und nachdem die Kapitalverkehrsteuer abgeschafft worden war, konnten sie ihre Position weiter behaupten. Das ist auf ihre zahlreichen betriebswirtschaftlichen Vorzüge zurückzuführen, die sie sowohl als Finanzierungs- als auch als Kapitalanlagemittel auszeichnen.

Der Darlehensschuldner bedient sich des Schuldscheindarlehens vor allem deshalb, weil es -obwohl sein Nominalzins den der Industrie-Obligation im allgemeinen um 1/4 bis 1/2 Prozent übersteigt- billiger kommt als die Begebung einer Industrie-Obligation: seine einmaligen und laufenden Nebenkosten sind generell

niedriger als die der Industrie-Obligation, denn die Schuldscheindarlehen werden unter Ausschluß der Öffentlichkeit bei einem beschränkten Kreis von Kapitalsammelstellen aufgenommen. Bei der Darlehensaufnahme brauchen somit nicht die wirtschaftlichen Verhältnisse der Darlehensnehmer öffentlich dargelegt zu werden. Auch die börsentypische Ausstattung und Stückelung der Schuldtitel und ihre Verbriefung in einem Wertpapier sowie ihre Einführung an der Börse entfällt. Das individuelle Schuldverhältnis erlaubt es zudem, Verzinsung, Auszahlungstermine und Tilgung des Schuldscheindarlehens den individuellen Erfordernissen der Beteiligten anzupassen. Schließlich können die Darlehensnehmer den Plazierungserfolg der Schuldscheindarlehen besser abschätzen als bei der Anleihebegebung, da die Versicherungsunternehmen stets über anlagefähige Mittel verfügen und die Darlehensnehmer vor der Darlehensaufnahme die Marktlage ziemlich genau sondieren können. Auf diese Weise kann der Schuldscheinmarkt seiner jeweiligen Aufnahmebereitschaft entsprechend kontinuierlich beansprucht und gleichzeitig können stoßweise Belastungen des Kapitalmarktes, wie sie mit der Begebung größerer Anleihen notwendigerweise verbunden sind, vermieden werden.

Den Darlehensgebern bietet das Schuldscheindarlehen vor allem den Vorteil, daß es - wegen seiner höheren Nominalverzinsung und wegen seiner rationellen Verwaltung - eine bessere Rendite als die Industrie-Obligation erbringt. Erhöht sich der Kapitalmarktzins, so brauchen Schuldscheindarlehen aufgrund der gesetzlichen Bewertungsvorschriften, die u.E. einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise widersprechen, nicht auf den niedrigeren Tageswert abgeschrieben zu werden, da für sie kein offizieller Marktpreis festgestellt wird. Abschreibungspflichtig sind Schuldscheindarlehen nur, wenn sich die Bonität des Darlehensschuldners offensichtlich verschlechtert hat.

Zahlreiche Schuldscheindarlehen bieten darüber hinaus die Möglichkeit, ihren Zinssatz einem veränderten Kapitalmarktzins anzupassen, so daß sie jeweils eine marktübliche Verzinsung gewährleisten. Schließlich werden sie von der Versicherungswirt-

schaft auch bevorzugt, weil sie vereinzelt die sog. Kopplungsgeschäfte und damit eine indirekte Ertragssteigerung ermöglichen.

Handelt es sich bei den Darlehensschuldnern um emissionsfähige Industrieunternehmen oder um öffentliche Kreditnehmer, so sind solche Schuldscheindarlehen hinsichtlich ihrer Sicherheit den Industrie-Obligationen generell gleichwertig oder überlegen. Bei Darlehen an kleinere und mittlere Industrieunternehmen laufen die Darlehensgeber allerdings das Risiko, daß der Renditevorteil der Schuldscheindarlehen durch eventuelle Verluste aus der Darlehensgewährung kompensiert wird. Solche Darlehen sollten deshalb nur indirekt, d.h. unter Einschaltung von Kreditinstituten vergeben werden, die das Kreditrisiko voll oder teilweise übernehmen.

Der für den Kapitalanleger allgemein wesentliche Nachteil des Schuldscheindarlehens liegt in seiner geringen künstlichen Liquidität, wenngleich dieser Nachteil mehr theoretischer als praktischer Natur ist. Denn er wiegt dann nicht schwer, wenn die Darlehensgeber - wie es vor allem bei der Lebensversicherung der Fall ist- über langfristig investierbare Mittel verfügen, sie also nicht auf die jederzeitige Liquidierbarkeit ihrer Anlageobjekte achten müssen. Aber auch die übrigen Versicherungszweige vermögen dadurch, daß sie nur einen angemessenen Teil ihrer Vermögensanlagen in Schuldscheindarlehen anlegen, und indem sie deren Tilgungstermine so mischen, daß Jahr für Jahr ein bestimmter Prozentsatz des Darlehensbestands fällig wird, den Darlehensbestand recht flüssig zu gestalten und auf diese Weise einen Liquiditätsgrad zu erzielen, der im allgemeinen ausreicht, um die Zahlungsverpflichtungen rechtzeitig erfüllen zu können.

Da die Vorzüge des Schuldscheindarlehens vorwiegend aus ihren kredittechnischen Eigenschaften resultieren, ist anzunehmen, daß die Schuldscheindarlehen auch in Zukunft eine gewichtige Rolle als Finanzierungs- bzw. Kapitalanlagemittel spielen werden.

Das Vordringen der Schuldscheindarlehen war nur möglich aufgrund der längerfristigen Strukturwandlungen des westdeutschen Kapitalmarktes, auf die besonders Stützel aufmerksam macht:"In Wirklich-

keit ist das Schuldscheingeschäft ... auch .. Produkt längerfristiger Strukturwandlungen".[1] In der klassischen Zeit des Effektenkapitalismus bedurfte es "wegen der großen Zahl der Beteiligten ... der kunstreichsten, aber auch, rein betriebstechnisch gesehen, aufwendigsten Einrichtung, die Titel marktgängig zu machen: der traditionellen Effektenbörse. Man mußte Prospekte drucken, da man die Großzahl der Emittenten kaum kennen konnte; man mußte kleine Stücke drucken, da die Mittel ja aus tausend kleinen Quellen herangezogen wurden".[2] Inzwischen seien auf der Seite der Emittenten viele Unternehmen so groß und wohlbekannt geworden, daß sie ihren Schuldtiteln Marktgängigkeit erhalten könnten, ohne immer wieder die zeitraubende und kostspielige Prozedur der Börsenzulassung über sich ergehen lassen zu müssen. Auf der anderen Seite habe in den letzten Jahrzehnten das Massensparen verhältnismässig rasch überragende Bedeutung erlangt.[3] Mit dem modernen Massensparen seien zugleich die großen Kapitalsammelbecken entstanden.[4] "Einige Spitzen auf Seiten der Nachfrage - Riesenunternehmen, öffentliche Versorgungswirtschaft -, große Kapitalsammelbecken auf Seiten des Angebots: Für den Kapitalverkehr dieser Großen unter sich ist die gute alte Effektenbörse entbehrlich, ja schlicht und einfach zu teuer, ... braucht man auch nicht die börsentypische Stückelung".[5] Denn bei den Kapitalsammelbecken ist die Ansammlung der Kapitalien bereits institutionell erfolgt. Für sie hat auch die Fungibilität der Forderungstitel nicht die gleiche Bedeutung wie für den individuellen Kapitalanleger, sie können vielmehr (in gewissen Grenzen) auf die jederzeitige Liquidierbarkeit eines Teils ihrer Anlagewerte verzichten. Stützel bemerkt deshalb mit Recht:"Unter diesen längerfristigen Aspekten ist das Schuldscheingeschäft ... ein aufschlußreiches Symptom für den Wandel der Struktur im Zuge des wirtschaftlichen Wachstums. Unter diesen Aspekten wird seine Bedeutung nicht abnehmen, sondern vermutlich auf lange Sicht zunehmen",[6] zumindest solange sich die Spargewohnheiten nicht ändern werden.

1) W. Stützel, Banken, Kapital und Kredit..., a.a.O., S.29.
2) W. Stützel, Banken, Kapital und Kredit..., a.a.O., S.30.
3) Vgl. hierzu auch: H. Rittershausen, Methoden, a.a.O., S. 125.
4) W. Stützel, Banken, Kapital und Kredit..., a.a.O., S.30f.
5) Derselbe, a.a.O., S. 31.
6) a.a.O., S. 31.

Das Schuldscheindarlehen wird jedoch die Industrie-Obligation nicht vollständig ersetzen können.

Die Versicherungsunternehmen sind zwar imstande, aufgrund ihrer stetigen und hohen Kapitalbildung laufend langfristiges Kapital anzubieten, das aus Rentabilitätsgründen zur Anlage drängt. Ihr Kapitalangebot auf dem Schuldscheinmarkt ist jedoch begrenzt. Der Zwang zur Risikostreuung, die Liquiditätsanforderungen und die gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften bewirken, daß die Versicherungswirtschaft nur einen bestimmten, je nach Versicherungszweig etc. unterschiedlich hohen Anteil ihrer Anlagemittel in Schuldscheindarlehen investieren können.

Zudem konkurrieren die industriellen Unternehmen mit ihrer Darlehensnachfrage mit den öffentlichen Kreditnehmern, die von den Kapitalsammelstellen wegen ihrer größeren Sicherheit bevorzugt werden. Die emissionsfähigen Unternehmen sind deshalb weiterhin gezwungen, ihren langfristigen Fremdkapitalbedarf, wenn er die Anlagekapazität der Versicherungswirtschaft übersteigt, über Industrie-Obligationen zu decken, mit denen sie einen größeren Kreis potentieller Kapitalgeber erfassen können.

Da die Nachfrage nach Schuldscheindarlehen das Angebot zumeist weit übertrifft, sind die Schuldscheindarlehen auch nicht geeignet, die Kapitalnot der Mittelstandsbetriebe zu beseitigen. Zwar können grundsätzlich auch nicht emissionsfähige Unternehmen Schuldscheindarlehen erhalten. Soweit es sich hierbei um kleinere oder mittlere Industrieunternehmen handelt, vermögen sie jedoch selten die strengen Anforderungen des BAV für die Genehmigung der Deckungsstockfähigkeit - wie z.B. die Anforderungen an die Kreditwürdigkeit, an die Bilanzrelationen, an die zu stellenden Grundpfandrechte - zu erfüllen. Aber selbst wenn sie hierzu imstande sind, ziehen die Versicherungsunternehmen es vor, sich an den vergleichsweise sicheren und rentableren Großdarlehen der emissionsfähigen Industrieunternehmen zu beteiligen, die seit etwa 1960 als Darlehensschuldner dominieren.

Die Versicherungsgesellschaften sind zwar - wie G.Müller ausführt - bestrebt, gerade den mittelständischen Unternehmen, mit

denen sie vielfach geschäftliche Beziehungen verbinden, behilflich zu sein.[1] Die Versicherungen müssten jedoch beachten, "daß es sich hierbei häufig um Unternehmungen, insbesondere um Personengesellschaften handelt, die - nicht zuletzt durch die Bindung an eine Spezialbranche - einem besonderen Kreditrisiko ausgesetzt sind, das mindestens einer laufenden Kontrolle bedarf, die letztlich nur von Kreditinstituten durchgeführt werden kann".[2] Es sei deshalb richtiger, in diesen Fällen Kreditinstitute einzuschalten und sich auf die Refinanzierung zu beschränken. Kreditinstitute werden jedoch damit, da sie das Kreditrisiko übernehmen müssen, nur einverstanden sein, wenn der Darlehensschuldner ausreichende Sicherheiten bieten kann. Die Einschaltung des Kreditinstituts verteuert zudem das Darlehen.

Die Schuldscheindarlehen haben sich zwar, wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt waren, "als eine für einen bestimmten Sektor des Kredit- und Finanzierungswesens geeignete und hier anderen Methoden überlegene Form des Kapitalverkehrs"[3] erwiesen.

Gegen ihr Vordringen bestehen jedoch vor allem kapitalmarktpolitische Bedenken. Unsere Analyse hat ergeben, daß sie tendenziell den Wertpapiermarkt verengen und seine Finanzierungs- und Konsolidierungsfunktion beeinträchtigen. Da ein enger Wertpapiermarkt schon auf geringe Kauf- oder Verkaufswünsche mit verhältnismäßig heftigen Kursschwankungen reagiert, wird dadurch auch die Neigung der Kapitalgeber, Wertpapiere zu erwerben, gemindert und somit auch die Liquidierungsfunktion des Wertpapiermarktes beeinträchtigt.

Bedenklich ist auch, daß Schuldscheindarlehen unter Ausschluß der Öffentlichkeit aufgenommen werden können. Es fehlt also die Kontrolle durch die sachverständige Wirtschaftspresse. Auch deshalb besteht grundsätzlich die Gefahr von Kapitalfehlleitungen, da auch weniger sichere Darlehensnehmer Kredite erhalten können. Dieser Gefahr könnte dadurch gewehrt werden, daß sich die Darlehensnehmer verpflichten, bei der Darlehensaufnahme ihre wirtschaftlichen Verhältnisse öffentlich darzulegen.

1) G. Müller, Die Anlagepolitik der Lebensversicherung im Konjunkturwandel, a.a.O., S. 399.
2) Ebenda.
3) H. Rittershausen, Methoden..., a.a.O., S. 112.

Tabellarischer Anhang

Tabelle 1

Anteile der kraft Gesetzes deckungsstockfähigen und der genehmigungspflichtigen Schuldscheindarlehen an den Deckungsstockanlagearten der Lebensversicherungsgesellschaften in vH.

Anlageart	1956[1]	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
Kraft Gesetzes deckungsstockfähige Schuldscheindarlehen	18,3	16,2	15,6	16,2	17,9	17,5	17,3	16,8	16,9	17,8	19,1
nach § 68 Abs. 3 Satz 2 VAG genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen	12,5	16,4	17,6	20,7	20,3	21,1	21,9	21,3	20,0	18,4	16,9
Schuldscheindarlehen insgesamt	30,8	32,6	33,2	36,9	38,2	38,6	39,2	38,1	36,9	36,2	36,0

1) Stand jeweils am Jahresende

Quellen: VerBAV Geschäftsberichte 1956/57ff.

Tabelle 2

Neuausleihungen der genehmigungspflichtigen Schuldscheinforderungen und Darlehen der deutschen Lebensversicherungsunternehmen

Anlagearten	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
					in Mio DM									
Brutto-Zugang der Vermögensanlagen insgesamt	1 282	1 379	1 504	1 779	2 212	2 769	2 878	3 247	3 697	4 201	4 572	5 343	5 689	6 762
Schuldscheinforderungen und Darlehen insgesamt	594	606	661	722	885	1 380	1 197	1 313	1 535	1 479	1 531	1 735	1 896	2 326
davon														
an Industrie-Unternehmen	236	316	338	265	504	761	451	763	784	669	609	434	423	686
an Geld- und Kreditinstitute	131	118	143	195	105	170	260	163	233	211	219	522	665	623
genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen insgesamt	367	434	481	460	609	931	711	926	1 017	880	828	956	1 088	1 309
					in vH.									
Brutto-Zugang der Vermögensanlagen insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Schuldscheinforderungen und Darlehen insgesamt	46,35	43,95	43,92	40,60	40,04	49,83	41,59	40,44	41,52	35,21	33,5	32,4	33,3	34,4
davon														
an Industrie-Unternehmen	18,40	22,87	22,46	14,90	22,78	27,47	15,67	23,49	21,21	19,94	13,3	8,1	7,4	10,1
an Geld- und Kreditinstitute	10,18	8,56	9,51	10,96	4,77	6,12	9,04	5,03	6,29	5,02	4,8	9,7	11,7	9,2
genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen insgesamt	28,58	31,43	31,97	25,85	27,55	33,59	24,71	28,52	27,50	24,96	18,1	17,8	19,1	19,3

Quellen: VerBAV Geschäftsberichte 1956/57 ff.

T a b e l l e 3

Neuausleihungen der genehmigungspflichtigen Schuldscheinforderungen und Darlehen der deutschen Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen

Anlagearten	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
	in Mio DM													
Brutto-Zugang der Vermögensanlagen insgesamt	426	388	437	561	744	945	893	1 016	870	886	1 116	1 318	1 524	1 503
Schuldscheinforderungen und Darlehen insgesamt	74	75	129	136	121	188	229	249	261	244	292	410	542	428
davon														
an Industrie-Unternehmen	32	41	54	32	55	79	73	145	157	123	117	127	150	147
an Geld- und Kreditinstitute	12	15	38	38	22	50	75	34	34	59	67	129	215	135
genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen insgesamt	44	56	92	70	77	129	148	179	191	182	184	256	365	282
	in vH.													
Brutto-Zugang der Vermögensanlagen insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Schuldscheinforderungen und Darlehen insgesamt	17,3	19,3	29,6	24,2	16,3	19,9	25,6	24,4	30,0	27,6	25,2	31,0	35,5	28,5
davon														
an Industrie-Unternehmen	7,4	10,5	12,3	5,7	7,4	8,4	8,1	14,3	18,0	13,9	10,5	9,6	9,9	9,8
an Geld- und Kreditinstitute	2,8	3,8	9,0	6,8	2,9	5,3	8,4	3,3	3,9	6,6	6,1	9,8	14,1	9,0
genehmigungspflichtige Schuldscheindarlehen insgesamt	10,2	14,3	21,3	12,5	10,3	13,7	16,5	17,6	21,9	20,5	16,6	19,4	24,0	18,9

Quellen: VerB'V Geschäftsberichte 1954/55 ff.

Tabelle 4

Entwicklung der Zinssätze und Auszahlungskurse von Schuldscheindarlehen an industrielle und öffentliche Kreditnehmer und von Industrie-Obligationen (1956 - 1962)

Jahr	industrielle Kreditnehmer		öffentliche Kreditnehmer		Industrie-Obligationen	
	Nominalzins	Auszahlungskurs	Nominalzins	Auszahlungskurs	Nominalzins	Emissionskurs
	%	%	%	%	%	%
1956						
1. Vj.	7,5	97 - 98	6,5	98	-	-
2.u.3.Vj.			7,5 - 8	98	-	-
4. Vj.	8 3/4	98 - 99	8 1/4	98	8	99
1957						
1. Vj.	8 3/4 - 9	98 - 99	8 1/2	98	8	98
4. Vj.	8 - 8 1/2	96 - 97	7 3/4 - 8	.	7 1/2	97
1958						
1. Vj.	8 - 8 1/2	97 - 98			7 1/2	99
2. Vj.	7 1/2	97 - 99			7	98 - 100
3. Vj.	6 1/2	97 - 98			6 1/2	98 - 100
4. Vj.	6 1/4 - 5 3/4	98 - 99,5			5 1/2	99
1959						
1.-4. Vj.	5 3/4	98	5 1/4 - 5 1/2	97 - 98,5	5 - 5 1/2	98 - 99
1960						
1.Vj.	6 1/2	97 - 98,5	6 1/4	97 - 98,5	keine Emission	
2.u.3.Vj.	7 1/4 - 7 1/2	97 - 98,5	7 - 7 1/4	97 - 98,5	keine Emission	
4. Vj.	6 3/4 - 6 1/2	97 - 98,5	6 1/2 - 6 1/4	97 - 98,5	keine Emission	
1961						
1.u.2. Vj.	5 3/4	98	5 1/ 2	.	5 - 5 1/2	97 - 98
3. Vj.	6	.			keine Emission	
4. Vj.	6 1/4 - 6 1/2	.			6	100
1962						
1. Vj.	6 1/4	98,5	5 3/4 - 6	98,5	6	100
3.u.4.Vj.			6 1/4	98,5 - 99,5	5 3/4 - 6	98 - 100

Quelle: WESTFINANZ Westdeutsche Finanzierungsgesellschaft m.b.H., Geschäftsberichte 1956 bis 1962; Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Statistischer Teil, V. Kapitalmarkt, Tabelle: Brutto-Absatz festverzinslicher Wertpapiere aufgeteilt nach Wertpapieren und Zinssätzen, Emissionskursen und Laufzeiten, Oktober 1956 bis Jan. 1963

Tabelle 5 1)

Konditionen von zwischen 1963 und 1968 an die Industrie gewährten Schuldscheindarlehen und von Industrie-Obligationen

	Schuldscheindarlehen				Ind.Obligationen		
Darlehensnehmer	Betrag Mio DM	Zinssatz %	Ausgabekurs %	Rendite %	Zinssatz %	Emissionskurs %	Rendite %
1.Vj. 1963							
Büssing Automobilwerke	15,0	6 1/4	98 3/4		6	99 - 100	6,1 - 6,0
Burda Druck u.Verlag	3,5	6 1/4	98 3/4				
Concordia Bergbau	5,0	6 1/4	99				
Ilseder Hütte	24,0	6 1/2	99 3/4				
Komm.El.Werk Mark	6,0	6 1/4	98 3/4				
Pertrix Union	6,0	6 1/4	98 5/8				
RWE	40,0	6 1/4	99 1/4				
Rheinstahl Hütten	40,0	6 1/4	99				
Schwäbische Zellstoff	2,0	6 1/4	.				
Veith Gummiwerke AG	6,0	6 1/4	98 3/4				
2. Vj. 1963							
AG f.Versorg.Unternim Ennepe - Ruhr-Kreis	20,0	6	98 3/4		6	99 - 100	6,1 - 6,0
Eternit AG	5,0	6 1/4	99				
Gruppenkraftwerk Herne	15	6 1/4	99				
Franz Haniel u.Cie GmbH.	15	6 1/4	98 3/4				
HEW	15	6 1/4	99				
Rheinstahl	15	6 1/4	98 3/4				
Rheinstahl-Hanomag AG	10	6 1/4	98 3/4				
Schluchseewerk	30	6 1/4	99 3/8				
Badenwerk AG	20	6 1/4	99				
3. Vj. 1963							
Bochumer Verein f.Gußstahlf.	20	6 1/4	99		6	99 - 100	6,1 - 6,0
Condea-Petrolchemie-GmbH.	20	6 1/4	98 1/4				
Dynamit Nobel AG	2	6 1/4	98 1/2				
Eschweiler Bergwerksverein	20	6 1/4	99 1/2				
Ewald-Kohle AG	2	6 1/4	98 1/2				
Gas-u.Wasserwerke Mannheim	3	6 1/4	99				
Gasversorgung Süddeutschld.	12	6 1/4	99				
Hamborner Bergbau AG	5	6 1/4	98 3/4				
[illegible]	15	6 1/4	99 1/2				
Hüttenwerk Salzgitter AG	10	6 1/4	99				
Rhein.Westf.Kalkwerke	8	6 1/4	98 1/2				
Stahlwerke Südwestfalen AG	7	6 1/4	99				

Quellen:
[illegible] die Wirtschaft, Herausgegeben von der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 6.Jg.(1963) Nr. 66 vom 18.3.1963; Nr. 138 vom 18.6.1963; Nr. 223 vom 26.9.1963.
Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1963, S. 71; Juni 1963, S. 105, September 1963, S. 75.

Tabelle 5 2)

Konditionen von zwischen 1963 und 1968 an die Industrie gewährten Schuldscheindarlehen und von Industrie-Obligationen

Darlehensnehmer	Schuldscheindarlehen				Ind. Obligationen		
	Betrag Mio DM	Zinssatz %	Ausgabekurs %	Rendite %	Zinssatz %	Emissionskurs %	Rendite %
4. Vj. 1963							
Bekula	11,0	6 1/4	.		6	99 - 100	5,9 - 6,0
BMW	50	6 1/4	98 1/2				
Dt. Maizena Werke GmbH.	10	6 1/4	98 1/2				
Dynamit Nobel AG	18	6 1/4	98 1/2				
Dynamit Nobel AG	18	6 1/4	100				
Ges.f.Markt-u.Kühlhallen	6	6 1/4	98 3/8				
Hütten-u.Bergw.Rheinhausen	30	6 1/4	98 1/2				
Nordwestdt.Kraftwerke	10	6 1/4	98 1/2				
Salzgitter-Chemie	10	6 1/4	98 1/2				
VEW	10	6 1/4	98 1/2				
1. Vj. 1964							
Caltex Deutschland GmbH.	75	6 1/4	98 1/2		6	100 -101	5,9 -6,0
El.Werk Minden-Ravensberg	10	6	99				
Frankfurter Maschinenbau	5	6 1/4	99 1/8				
Henschel Werke AG	25	6 1/4	.				
SKF Kugellagerfabriken	20	6 1/4	99 1/8				
Norddt. Mende-Rundfunk KG	4	6 1/4	99 1/2				
Rehau Plastiks GmbH.	8,5	6 1/2	99 1/2				
2. Vj. 1964							
Heag AG	3	6 1/4	98 1/2		6	99 - 100	6,3 -6,4
Scholven Chemie AG	30	6 1/4	98 3/4				
Theodor Wuppermann GmbH.	3,5	6 1/4	98 1/2				
3. Vj. 1964					6	98 -99	6,3
Weberei Vossen, Gütersloh	4	6 1/4	98				
Martin Brinkmann AG	20	6 1/4	98 3/8				
EVS	10	6 1/4	98 1/2				
Heag Darmstadt	4	6 1/4	98 1/2				
Passavant-Werke Michelbach	8	6 1/4	98 3/8				
Rheinstahl Hanomag AG	20	6 1/4	98 1/2				
VEBA	50	6 1/4	98 3/8				
4. Vj. 1964							
Hütten-u. Bergwerke Rheinh.	20	6 1/4	98		6	97 - 99	6,3
Koblenzer Elektrizität	16	6 1/4	98				
Technische Werke Stuttgart	60	6 1/4	97 7/8				

Quellen:

Blick durch die Wirtschaft, hrsg. von der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 6.Jg.(1963), Nr.295 vom 20.12.1963; 7.Jg.(1964), Nr. 71 vom 24.3.1964; Nr. 139 vom 19.6.1964; Nr. 233 vom 7.10.1964; Nr. 292 vom 16.12.1964; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 1963, S. 75, März 1964, S. 71, Juni 1964, S. 107, September 1964, S. 69, November 1964, S. 71.

Tabelle 5

3)

Konditionen von zwischen 1963 und 1968 an die Industrie gewährten Schuldscheindarlehen und von Industrie-Obligationen

Darlehensnehmer	Schuldscheindarlehen				Ind. Obligationen		
	Betrag Mio DM	Zinssatz %	Ausgabekurs %	Rendite %	Zinssatz %	Emissionskurs %	Rendite %
1. Vj. 1965							
Energieversorgung Schwaben	.	6 1/2	97 3/4		6	96 - 97	6,4
Erdölraffinerie Ingolstadt	45	6 1/2	97 1/2				
Hütten-u.Bergw.Rheinhausen	15	6 1/4	97 1/2				
2. Vj. 1965					keine Emission		6,6 - 7,0
BP Benzin u.Petroleum AG	25	6 1/2	97 1/4				
Chemische Werke Hüls AG	45	6 1/2	97 1/4				
Farbwerke Hoechst AG	75	6 1/2	97 1/4				
Hartmann & Braun AG	7	7	97 1/2				
Henschel Werke AG	25	7	98 1/2				
Hess. Elektrizitäts-AG	6	7	97 1/4				
Main-Gaswerke AG	.	6 1/2	96 ca.				
3. Vj. 1965							
Ges. f. Markt-u.Kühlhallen	4	7 1/2	98 1/2		keine Emission		7,1 - 7,3
Stahlwerke Bochum	15	7 1/4	96 1/2	7,85			
4. Vj. 1965							
Continental Gummiwerke	50	7 1/4	96		7	98 - 100	7,3 - 7,6
Klöckner-Werke	20	7 1/2	97 1/2				
F. Meyer, Dinslaken	1,9	8	98				
1. Vj. 1966							
BASF I	25	7 1/2	98		keine Emission		7,6 - 7,7
BASF II	25	7	94				
Deutsche Linoleum-Werke	15	7 1/2	97 1/2				
Energieversorgung Schwaben	.	7	95 1/2				
Schluchseewerk	10	7 1/2	97				
Stadtwerke Wiesbaden	.	7 1/2	96				
2. Vj. 1966							
RV Aral	20	7 1/2	94	7,6	7	98 - 99	8 - 8,4
Dortmund-Hörder	30	7 1/2	94 1/4	8,74			
Dynamit Nobel	10	7 1/2	94	8,6			
Komm.El.Werk Mark	.	7 1/2	94 1/2				
Salzgitter Chemie GmbH.	20	7 1/2	94 1/4				
3. Vj. 1966							
Farbenfabriken Bayer	50	8	93 1/4	9,63	keine Emission		8,5 - 8,6

Quellen: Blick durch die Wirtschaft, hrsg. von der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 8.Jg.(1965),Nr.65 vom 17.3.1965; Nr. 142 vom 23.6.1965, Nr. 219 vom 21.9.1965; Nr. 298 vom 23.12.1965; 9.Jg.(1966), Nr. 88 vom 6.4.1966; Nr.143 vom 24.6.1966; Nr. 217 vom 19.9.1966. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965 S.87; Juni 1965, S.73; Dezember 1965, S. 79; Mai 1966, S.101; März 1967, S.61.

Tabelle 5

4)

Konditionen von zwischen 1963 und 1968 an die Industrie gewährten Schuldscheindarlehen und von Industrie-Obligationen

Darlehensnehmer	Schuldscheindarlehen				Ind. Obligationen		
	Betrag Mio DM	Zinssatz %	Ausgabe-Kurs %	Rendite %	Zinssatz %	Emissions-kurs %	Rendite %
4. Vj. 1966							
Farbwerke Hoechst AG	25	7 1/2	93 1/4	8,9	keine Emission		8,4
1. Vj. 1967							
BASF	50	7 1/2	98		keine Emission		7,5 - 7,2
Energieversorgung Schwaben	20	7 1/2	97	8,1			
Rheinstahl	30	7 1/2	96 1/4	8,2			
Siemens & Halske	50	7 1/2	98				
2. Vj. 1967							
BP	25	7	98 1/2		keine Emission		6,9
Erdölchemie GmbH.	100	7	99 3/8	7,2			
Farbenfabriken Bayer	.	6 1/2	96 3/4				
Gruppenkraftwerk Herne	20	7	98 1/2				
Klöckner-Humboldt-Deutz	25	7	100				
3. Vj. 1967							
Gelsenwasser	8	6 3/4	98		6 /6 1/2	100 / 98	6,9 - 6,7
E. Holtzmann & Cie	.	7	98 1/2	7,35			
Ilseder Hütte	10	7	99				
Kaufhof	50	7 1/4	99				
Preussag	8	7	99				
Ver.Kali Salzdetfurth	30	7	99				
4. Vj. 1967							
Badenwerk	20	6 3/4	97 1/8				
BP	35	7	99	7,1	6 1/2	98	6,7 - 6,8
Erdölchemie	100	7	99 5/8				
Fichtel & Sachs	20	7	99				
Gruppenkraftw. Herne	10	7	99 1/4				
Ruhrchemie	20	7	99 1/2				
Ruhrgas AG	10	7	99 1/2				
Ruhrverband	30	7	99				
1. Vj. 1968							
Ilseder Hütte	10	7	98 2/3		6 1/2	98	6,9
Maizena	25	7	99	7,26			

Quellen: Blick durch die Wirtschaft, hrsg. von der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 9.Jg.(1966), Nr. 294 vom 19.12.1966; 10.Jg.(1967), Nr. 71 vom 25.3.1967; Nr. 118 vom 23.5.1967, Nr.157 vom 11.7.1967, Nr. 225 vom27.9.1967; Nr. 298 vom 23.12.1967; 11.Jg. (1968), Nr. 91 vom 18.4.1968; Nr. 141 vom 21.6.1968.
Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1967, S. 61; Juli 1967, S. 62; Oktober 1967, S. 102; Dezember 1967, S. 76; Juni 1968, S. 74.

Tabelle 6

Aufteilung der Vermögensanlagen der aufsichtspflichtigen Versicherungsunternehmen [1]
nach Anlagearten (1950 bis 1967)

Jahresende	Vermögensanlagen insgesamt		davon in Anlagearten									
			Hypotheken-, Grundschuld- u. Rentenschuldforderungen		Schuldscheinforderungen und Darlehen		Wertpapiere [2]		Grundstücke		Ausgleichs- und Schuldbuchforderungen [3]	
	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH
1950	4 058,9	100	461,0	11,3	521,2	12,8	222,9	5,4	354,7	8,7	2 428,1	59,8
1951	5 981,7	100	684,0	11,4	734,1	12,2	321,2	5,3	456,0	7,6	3 674,9	61,4
1952	7 007,0	100	923,0	13,1	1 078,2	15,3	454,6	6,4	561,3	8,0	3 837,0	54,7
1953	8 717,6	100	1 244,0	14,2	1 594,1	18,2	766,9	8,7	782,8	8,9	4 126,0	47,3
1954	10 307,9	100	1 545,8	14,9	2 190,5	20,4	1 201,6	11,5	951,0	9,2	4 166,3	40,4
1955	11 830,3	100	1 847,4	15,6	2 686,6	22,7	1 604,9	13,5	1 158,2	9,7	4 228,9	35,7
1956	13 417,7	100	2 210,7	16,4	3 375,1	25,1	1 938,9	14,4	1 401,1	10,4	4 096,9	30,5
1957	15 484,2	100	2 671,5	17,2	4 190,7	27,0	2 440,9	15,7	1 590,8	10,2	4 057,0	26,2
1958	17 863,4	100	3 065,6	17,1	4 777,7	26,7	3 825,5	18,9	1 836,0	10,2	4 222,7	23,6
1959	20 972,7	100	3 361,4	16,0	6 010,3	28,6	4 707,6	22,4	2 103,3	10,0	4 155,3	19,8
1960	24 271,8	100	3 988,2	16,4	7 192,7	29,6	5 766,1	23,8	2 437,7	10,0	4 110,1	16,9
1961	28 102,1	100	4 824,3	17,1	8 508,7	30,2	6 817,2	24,2	2 974,9	10,5	4 116,0	14,6
1962	32 112,4	100	5 566,1	17,3	9 935,4	30,9	7 926,6	24,6	3 544,8	11,0	4 089,9	12,7
1963	36 382,5	100	6 481,2	17,8	11 293,9	31,0	8 974,0	24,6	4 183,7	11,4	4 274,7	11,7
1964	41 367,0	100	7 623,0	18,4	12 705,8	30,7	10 511,2	25,4	4 848,8	11,7	4 383,9	10,5
1965	46 765,5	100	9 094,9	19,4	14 337,6	30,6	11 851,2	25,3	5 702,4	12,1	4 343,7	9,2
1966	52 812,1	100	10 754,1	20,3	16 335,9	30,0	13 116,6	24,8	7 026,3	13,3	3 923,8	7,4
1967	59 449,7	100	12 322,6	20,7	18 685,6	31,4	14 727,3	24,7	8 026,4	13,5	3 815,5	6,4

Quellen: Veröffentlichungen des BAV: 10 Jahre Versicherungs- und Bausparwirtschaft- Übersicht über die Entwicklung in den Jahren 1948 bis 1958, Berlin 1961, S. 12; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 13. Jg., Nr. 3, März 1961, S. 101 und 20. Jg., Nr. 7, Juli 1968, S. 95.

1) Ab 1960 einschliesslich Saarland.

2) Ab 1966 ohne Schuldbuchforderungen (Vgl. Anmerkung 3).

3) Ab 1966 einschliesslich sonstiger Schuldbuchforderungen (41,9 Mio DM), die früher unter "Wertpapiere" erfasst waren.

Tabelle 7

Aufteilung der Vermögensanlagebestände der Lebensversicherungsunternehmen

für den Zeitraum von 1950 bis 1967

Ende des Geschäftsjahres	Gesamtbestand	davon in Anlagearten						
		Grundstücke	Hypothekenforderungen	Schuldscheinforderungen u. Darlehen	Wertpapiere	Darlehen auf Vers.scheine	Beteiligungen	Ausgl.- und Schuldbuchforderungen
		in Mill. DM						
1950	2 667,4	206,6	385,0	311,7	118,1	38,7	2,6	1 604,7
1951	3 313,0	264,0	565,5	441,5	156,1	76,8	2,5	1 806,6
1952	3 933,9	323,5	747,2	639,0	208,2	114,6	4,5	1 886,9
1953	4 927,8	472,6	1 008,3	996,7	317,5	152,6	9,3	1 970,8
1954	5 790,5	544,6	1 251,0	1 405,3	453,6	171,5	26,1	1 938,4
1955	6 774,6	657,4	1 494,0	1 844,8	619,7	191,9	36,6	1 930,2
1956	7 794,7	803,5	1 784,8	2 318,1	715,7	220,1	49,6	1 902,9
1957	9 062,7	907,5	2 166,2	2 851,2	969,6	245,6	62,7	1 895,9
1958	10 485,7	1 061,4	2 462,1	3 283,1	1 345,7	256,0	89,0	1 988,4
1959	12 268,6	1 222,6	2 709,4	4 228,5	1 799,8	271,3	88,8	1 948,2
1960	14 401,2	1 426,0	3 256,2	5 108,0	2 276,0	291,3	92,7	1 951,0
1961	16 711,7	1 724,1	3 957,5	5 989,0	2 680,1	327,9	95,5	1 937,6
1962	19 358,1	2 059,1	4 584,9	7 032,3	3 277,2	364,2	124,9	1 915,5
1963	22 260,7	2 465,2	5 358,0	7 983,3	3 900,3	402,1	144,2	2 007,6
1964	25 578,4	2 927,5	6 347,1	8 949,1	4 717,1	421,1	183,4	2 033,1
1965	29 017,1	3 526,6	7 642,3	10 031,5	5 108,7	459,7	193,5	2 054,8
1966	33 403	4 132	9 194	11 241	5 849	552	232	1 974
1967	38 001	4 813	10 528	12 809	6 811	675	267	1 904
		in v.H.						
1950	100	8	14	12	4	1	0	60
1951	100	8	17	13	5	2	0	55
1952	100	8	19	16	5	3	0	48
1953	100	10	20	20	6	3	0	40
1954	100	9	22	24	8	3	0	34
1955	100	10	22	27	9	3	1	29
1956	100	10	23	30	9	3	1	24
1957	100	10	24	31	11	3	1	20
1958	100	10	23	31	13	3	1	19
1959	100	10	22	34	12	2	1	16
1960	100	10	23	35	16	1	1	14
1961	100	10	24	36	16	2	1	12
1962	100	11	24	36	17	2	1	10
1963	100	11	25	36	17	2	1	9
1964	100	11	25	35	18	2	1	8
1965	100	12	26	35	18	2	1	7
1966	100	12	27	34	17	2	1	6
1967	100	13	28	34	18	2	1	5

Quellen: Veröffentlichungen des BAV: "10 Jahre Versicherungs- und Bausparwirtschaft- Übersicht über die Entwicklung in den Jahren 1948 bis 1958" Berlin 1961, S. 30;
Geschäftsberichte des BAV 1957/58 bis 1965;
Veröffentlichungen des BAV, 17.Jg., Nr. 5 , 1968 S. 101

Tabelle 8

Aufteilung der Vermögensanlagebestände der Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen

für den Zeitraum von 1950 bis 1967

Ende des Geschäftsjahres	Gesamtbestand	davon in Anlagearten						
		Grundstücke	Hypothekenforderungen	Schuldscheinforderungen u. Darlehen	Wertpapiere	Darlehen auf Versscheine	Beteiligungen	Ausgl.-und Schuldbuchforderungen
		in Mill. DM						
1950	684,0	112,0	28,3	45,6	53,4	0,0	16,6	428,1
1951	817,1	142,2	41,8	79,4	91,9	0,1	16,6	445,1
1952	1 044,7	175,5	65,4	131,9	143,0	0,4	16,8	510,7
1953	1 310,5	239,0	86,0	158,4	252,5	1,9	19,8	552,8
1954	1 638,7	322,2	97,1	182,2	442,3	3,0	23,4	568,5
1955	1 897,4	490,2	101,7	200,8	607,6	5,0	37,2	557,7
1956	2 149,8	387,4	122,8	252,2	729,3	5,3	70,3	534,9
1957	2 466,2	435,0	141,2	317,0	924,2	12,8	116,1	464,7
1958	2 963,8	553,1	164,7	358,1	1 285,7	14,8	121,8	465,6
1959	3 522,3	629,2	172,8	430,0	1 711,9	17,0	146,9	414,5
1960	4 167,2	708,6	192,5	580,3	2 085,5	20,7	172,2	407,4
1961	4 790,6	810,0	220,8	676,7	2 443,0	23,0	219,3	397,8
1962	5 272,8	931,0	235,6	780,6	2 645,1	20,8	261,9	397,8
1963	5 778,0	1 039,6	258,4	921,1	2 855,0	22,0	272,0	409,9
1964	6 442,4	1 142,5	261,8	1 052,4	3 262,7	21,0	307,0	395,0
1965	7 285,5	1 364,0	292,5	1 276,9	3 570,8	21,3	355,7	404,3
1966	8 176	1 498	335	1 488	3 650	23	394	363
1967	8 877	1 650	355	1 660	4 005	21	422	351
		in v.H.						
1950	100	16	4	7	8	-	2	63
1951	100	17	5	10	11	0	2	55
1952	100	17	6	13	14	0	2	49
1953	100	18	7	12	19	0	1	42
1954	100	20	6	11	27	0	1	35
1955	100	20	5	11	32	0	2	29
1956	100	20	6	12	34	0	3	25
1957	100	20	6	13	38	1	5	19
1958	100	19	5	12	43	1	4	16
1959	100	18	5	12	49	1	4	12
1960	100	17	5	14	50	1	4	10
1961	100	17	5	14	51	0	5	8
1962	100	18	4	15	51	0	5	7
1963	100	18	4	16	49	0	5	7
1964	100	18	4	16	51	0	5	6
1965	100	19	4	17	49	0	5	6
1966	100	18	4	18	45	0	5	4
1967	100	19	4	19	45	0	5	4

Quellen: Veröffentlichungen des BAV: "10 Jahre Versicherungs- und Bausparwirtschaft- Übersicht über die Entwicklung in den Jahren 1948 bis 1958", Berlin 1961, S. 30;
Geschäftsberichte des BAV 1957/58 bis 1965 ;
Veröffentlichungen des BAV, 17. Jg. Nr. 5, 1968,S. 101.

Tabelle 9

Aufteilung der Bestände an Schuldscheinforderungen und Darlehen der aufsichtspflichtigen Versicherungsunternehmen[1] nach Darlehensnehmer und Verwendungszweck

Darlehensnehmer	Jahres-ende	Lebens- VU		Pensionskassen		Kranken- VU		Schaden- u. Unfall-VU		Rück- VU		alle erfassten VU	
		Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH
Bund, Länder u. andere Körperschaften des öffentlichen Rechts (ohne öffentl. rechtl. Kreditinstitute)	1951	12[illegible],7	23,7	.	.	.	.	14,8	18,7	6,3	14,9	147,8	26,2
	1960	1 289,1	25,3	260,8	22,4	93,0	36,1	122,5	21,8	14,5	7,9	1 782,0	24,4
	1966	3 006,9	26,3	785,2	25,8	221,8	33,2	320,2	22,0	90,1	16,4	4 433,3	25,8
Öffentliche Unternehmen	1951	41,1	11,1	.	.	.	.	2,8	3,6	6,4	15,1	58,2	10,3
	1960	401,1	7,8	160,4	13,8	25,0	10,0	30,2	5,4	15,4	8,4	633,1	8,6
	1966	1 024,2	8,9	318,5	10,4	62,1	9,3	87,6	6,0	45,3	8,2	1 537,7	8,9
Industrieunternehmen	1951	143,5	32,5	.	.	.	.	33,6	42,4	22,5	52,5	199,6	35,4
	1960	2 475,8	48,5	546,4	47,0	94,1	36,2	191,8	34,2	106,4	57,9	3 414,5	46,9
	1966	4 643,7	40,5	1 433,2	43,7	247,4	37,0	586,7	30,3	247,2	44,9	7 058,2	41,0
Kreditinstitute	1951	104,5	23,7	.	.	.	.	9,8	12,4	0,7	1,7	115,1	2,4
	1960	778,0	15,2	154,0	13,2	35,2	13,5	161,8	28,8	31,7	17,3	1 160,9	15,9
	1966	2 350,4	20,7	465,5	15,3	126,2	18,9	434,1	29,1	142,7	26,0	3 537,9	20,5
Sonstige	1951	17,6	4,0	.	.	.	.	18,1	22,9	6,7	15,8	42,4	7,5
	1960	163,0	3,2	42,4	3,6	10,5	4,0	54,8	9,8	15,7	8,5	286,4	3,9
	1966	411,9	3,6	144,9	4,8	10,3	1,6	55,6	3,7	24,8	4,5	647,5	3,8
Darlehensforderungen insgesamt	1951	441,5	100	.	.	.	.	79,4	100	42,9	100	563,8	100
	1960	5 108,0	100	1 164,2	100	259,7	100	561,3	100	183,9	100	7 277,1	100
	1966	11 455,9	100	3 047,3	100	667,8	100	1 493,4	100	550,2	100	17 214,7	100
Darlehen für den Wohnungsbau	1951	102,2	23,1	.	.	.	.	7,3	9,1	1,7	3,9	111,2	19,7
	1960	386,1	7,1	.	.	.	.	34,1	6,0	4,3	2,3	404,5	5,5
	1966	971,5	8,4	.	.	23,3	3,5	90,9	6,0	28,4	5,2	1 114,3	6,5

1) Ohne Sterbekassen, Pensionskassen unter Landesaufsicht und sonstige Sachversicherungsunternehmungen.

Quelle: Geschäftsberichte des BAV 1953/54, 1960 und 1966.

Tabelle 10

Aufteilung der Bestände an Schuldscheinforderungen und Darlehen der deutschen Lebensversicherungsunternehmen nach Darlehensnehmergruppen und Verwendungszweck

Darlehensnehmergruppen/Verwendungszweck	1952		1960		1962		1963		1965		zum Vergl.: Schaden- und Unfallvers.Unternehmen 1965	
	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH	in Mio DM	vH.
Schuldscheinforderungen und Darlehen												
1. an den Bund, die Länder u.a. Körperschaften des öff. Rechts												
a) für den Wohnungsbau	61,9	34,9	175,9	13,6	198,6	12,2	186,5	9,8	206,8	8,0	17,0	7,0
b) für sonstige Zwecke	116,6	65,1	1 114,2	86,4	1 432,1	87,8	1 721,5	90,2	2 363,0	92,0	227,6	93,0
	177,6	27,8	1 290,1	25,3	1 630,7	23,2	1 908,0	23,9	2 589,8	25,6	244,6	20,0
2. an öffentliche Unternehmen												
a) für den Wohnungsbau	2,5	4,2	1,9	0,5	1,7	0,3	2,4	0,4	0,9	0,1	7,1	8,8
b) für sonstige Zwecke	58,8	95,8	399,2	99,5	579,9	99,7	679,4	99,6	965,1	99,9	73,9	91,2
	61,3	9,6	401,1	7,8	581,6	8,2	681,8	8,5	966,0	9,6	81,0	6,6
3. an Industrie-Unternehmen												
a) für den Wohnungsbau	0,6	0,3	26,6	1,1	27,8	0,8	26,0	0,6	22,0	0,5	2,5	0,5
b) für sonstige Zwecke	226,8	99,7	2 449,2	98,9	3 582,6	99,2	4 048,1	99,4	4 498,4	99,5	535,4	99,5
	227,4	35,6	2 475,8	48,5	3 610,4	51,3	4 074,1	51,0	4 520,2	45,1	537,9	43,9
4. an Geld- und Kreditinstitute												
a) für den Wohnungsbau	51,7	34,3	120,1	15,4	157,2	15,7	175,8	16,6	322,7	20,3	23,9	7,7
b) für sonstige Zwecke	99,0	65,7	657,8	84,6	842,2	84,3	883,6	83,4	1 270,5	79,7	285,9	92,3
	150,7	23,6	777,9	15,2	999,4	14,3	1 059,4	13,3	1 593,2	15,9	309,8	25,3
5. an Sonstige	21,7	3,4	163,0	3,2	210,0	3,0	259,8	3,3	381,8	3,8	51,8	4,2
Summe												
a) für den Wohnungsbau	120,1	18,8	366,1	7,2	465,1	6,6	475,8	5,9	652,6	6,5	62,3	5,1
b) für sonstige Zwecke	518,9	81,2	4 741,9	92,8	6 567,2	93,4	7 507,5	94,1	9 378,8	93,5	1 163,1	94,1
Insgesamt	639,0	100	5 108,0	100	7 032,2	100	7 983,3	100	10 031,4	100	1 225,4	100

Quelle: Geschäftsberichte des BAV 1953/54 ff.

Tabelle 11

Nach Wirtschaftszweigen aufgeteilte Schuldscheinforderungen und Darlehen der aufsichtspflichtigen Versicherungsunternehmen (Bestand Ende 1966)

Wirtschaftszweig	Lebens-VU		Kranken-VU		Schaden- und Unfall-VU		Rück-VU		Summe	
	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH
1. Industriezweige										
a) Bergbau	482,7	4,2	23,1	4,1	45,6	3,1	12,7	2,4	564,2	4,0
b) Chemische Industrie, Mineralölverarbeitung	841,4	7,3	44,5	7,9	109,0	7,4	51,2	9,8	1 046,1	7,5
c) Kunststoff-, Gummi-, Asbestverarbeitung	136,6	1,2	4,3	0,8	19,7	1,3	6,7	1,3	167,4	1,2
d) Eisen-, NE-Metallerzeugung, Giesserei etc.	970,1	8,5	42,3	7,5	92,2	6,4	37,8	7,3	1 143,5	8,2
e) Stahl-, Maschinen-, Fahrzeugbau	739,3	6,5	30,1	5,3	112,6	7,7	45,4	8,7	927,5	6,6
f) Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik etc.	360,9	3,1	14,3	2,5	40,1	2,7	28,8	5,5	444,2	3,2
g) Sonstige	525,1	4,6	18,2	3,3	76,6	5,3	21,6	4,3	641,5	4,5
Industriezweige insgesamt	4 056,1	35,4	176,8	31,4	496,9	33,9	204,2	39,3	4 934,4	35,2
2. Energiewirtschaft, Wasserversorgung	1 522,5	13,3	64,3	11,4	140,0	9,6	56,7	10,9	1 783,6	12,7
3. Grosshandel, Handelsvermittlung etc.	74,7	0,6	1,5	0,3	7,8	0,5	7,5	1,5	91,5	0,6
4. Verkehr, Nachrichtenübermittlung	98,2	0,9	6,5	1,2	15,6	1,1	15,6	1,1	2,5	0,5
5. Kredit-, sonst. Finanzierungsinstitute	2 389,2	20,9	115,9	20,6	427,0	29,2	143,6	27,6	3 075,8	22,0
6. Sonstige	311,6	2,7	15,0	2,7	46,5	3,2	20,9	4,0	394,6	2,9
7. Öffentliche Stellen	2 996,4	26,2	182,6	32,4	330,1	22,5	84,1	16,2	3 593,2	25,7
davon: Bund	0,2	0,0	0,5	0,3	0,0	0,0	-	-	0,7	0,0
Bundesbahn, Bundespost	475,7	15,9	32,9	18,0	67,2	20,3	31,5	37,5	607,4	16,9
Länder einschl. Stadtstaaten	616,3	20,5	40,1	21,9	72,3	21,9	40,2	47,8	769,0	21,4
Gemeinden, Gemeindeverbände	1 704,1	56,9	92,1	50,5	148,4	45,0	11,0	13,1	1 955,7	54,4
Sonstige Körperschaften	200,1	6,7	16,9	9,3	42,2	12,8	1,3	1,6	260,4	7,3
Neuausleihungen insgesamt	11 449,2	100	563,0	100	1 464,4	100	519,8	100	13 996,4	100

Quelle: Geschäftsbericht des BAV für das Jahr 1966, S. 23* Zusammengestellt aus den Angaben der Lebens-, Rück- und der grösseren Kranken- und Schaden- und Unfall-VU. Die Aufteilung nach Wirtschaftszweigen umfasst 98,8 vH des Bestandes an Schuldscheinforderungen und Darlehen dieser VU.

Tabelle 12

Regionale Gliederung der Bestände der ab Währungsreform gewährten Schuldscheinforderungen und Darlehen der Lebensversicherungsunternehmen (Beträge in Mio. DM)

Sitz des Darlehensnehmers in	am Ende des Jahres	Schuldscheinforderungen und Darlehen[1]						
		an den Bund	an andere öff.rechtl. Körperschaften[2]	an öffentl. Unternehmen	an Industrie-Unternehmen	an Sonstige	Summe	v.H.
Baden-Württemberg	1958		94,5	47,2	112,2	7,2	261,1	9,8
	1959		134,4	50,4	138,0	8,0	330,8	9,5
	1960		143,5	46,2	179,2	8,7	377,6	9,3
	1961		132,8	46,5	238,4	8,4	426,1	8,8
	1962		139,2	60,0	279,1	9,6	487,9	8,5
	1963		142,3	74,9	301,2	11,1	529,5	8,1
Bayern	1958		108,1	34,4	147,4	9,9	299,8	11,3
	1959		129,1	62,8	166,2	12,4	370,5	10,7
	1960		136,2	65,9	179,6	17,8	399,5	9,8
	1961		142,9	66,7	216,7	21,3	447,6	9,2
	1962		171,5	89,1	245,9	14,9	521,4	9,1
	1963		177,1	97,6	269,1	17,5	561,3	8,6
Hessen	1958		110,6	13,9	132,3	10,7	267,5	10,1
	1959		110,0	21,5	175,0	11,4	317,9	9,1
	1960		127,9	35,3	222,2	11,1	396,5	9,7
	1961		162,5	37,9	343,7	13,7	557,8	11,4
	1962		171,5	45,1	438,8	11,0	666,4	11,6
	1963		177,7	47,0	456,3	13,7	694,7	10,7
Niedersachsen	1958		82,8	26,7	117,8	5,3	232,6	8,7
	1959		94,5	27,8	186,1	5,5	313,9	9,0
	1960		143,2	29,4	166,8	7,0	346,4	8,5
	1961		155,1	22,3	215,4	8,7	401,5	8,2
	1962		200,1	21,3	266,1	14,4	501,9	8,7
	1963		222,2	25,3	342,2	18,7	608,4	9,4
Nordrhein-Westf.	1958		189,9	85,9	922,8	35,2	1 232,8	46,4
	1959		205,1	130,1	1 314,6	34,2	1 684,0	48,4
	1960		263,5	138,9	1 552,20	36,4	1 990,8	48,8
	1961		320,3	171,1	1 809,4	40,7	2 341,5	48,0
	1962		398,7	239,6	2 093,3	52,6	2 784,2	48,4
	1963		466,9	293,9	2 391,9	73,5	3 226,2	49,6
Sonstige Länder (Saarland ab 1960)	1958		114,9	65,6	132,5	49,1	362,1	13,7
	1959		166,5	77,6	150,2	68,2	462,5	13,3
	1960		249,1	80,4	153,0	80,8	563,3	13,9
	1961		266,1	94,6	223,3	118,1	702,1	14,4
	1962		283,0	120,9	278,8	101,5	784,2	13,7
	1963		328,6	139,8	301,6	110,3	880,3	13,6
Summe	1958	97,4	700,8	273,7	11 565,0	117,4	2 656,9	100
	1959	147,1	839,6	370,2	2 130,1	139,8	3 479,6	100
	1960	215,7	1 063,4	396,1	2 452,8	161,8	4 074,1	100
	1961	221,5	1 179,7	439,1	3 046,9	210,9	4 876,6	100
	1962	264,5	1 364,0	576,0	3 602,0	204,0	5 746,0	100
	1963	380,5	1 514,8	678,5	4 062,4	244,8	6 500,4	100

1) Hierunter fallen -außer an öff.rechtl. Geld- u.Kreditinstitute- sämtl. Darlehen.
2) Außer an öff.rechtl. Geld- und Kreditinstitute
Quelle: BAV Geschäftsberichte 1960, S. 127 und 1963, S. 123.

Tabelle 13

Die Entwicklung der Vermögensanlagen der aufsichtspflichtigen Versicherungsunternehmen +)

Geschäftsjahr Stand am Jahresende	Alle Versicherungsunternehmen Mio DM	Lebensversicherungsunternehmen			Pensions- und Sterbekassen 3)			Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen			Krankenversicherungsunternehmen			Rückversicherungsunternehmen		
		Mio DM	vH 1)	vH 2)	Mio DM	vH 1)	vH 2)	Mio DM	vH 1)	vH 2)	Mio DM	vH 1)	vH 2)	Mio DM	vH 1)	vH 2)
1950	4 059	2 667	65,7	.	510	12,5	.	684	16,8	.	.	.	.	198	4,8	.
1951	5 982	3 313	55,3	33,6	1 617	27,0	57,5	817	13,6	6,9	.	.	.	235	3,9	1,9
1952	7 007	3 933	56,1	60,4	1 752	25,0	13,1	1 055	15,0	23,2	.	.	.	302	4,3	6,5
1953	8 718	4 927	56,5	58,1	2 098	24,0	14,0	1 310	15,0	15,7	.	.	.	380	4,3	4,5
1954	10 308	5 791	56,1	54,2	2 440	23,6	21,4	1 574	15,2	16,6	.	.	.	503	4,8	7,7
1955	11 830	6 774	57,2	64,6	2 661	22,4	14,5	1 825	15,4	16,4	.	.	.	569	4,8	4,3
1956	14 094	7 795	55,3	45,0	2 996	21,2	24,5	2 152	15,3	14,4	493	3,5	.	659	4,7	3,9
1957	16 265	9 063	55,7	58,4	3 364	20,7	17,0	2 468	15,2	14,5	573	3,5	3,7	797	4,9	6,4
1958	18 766	10 486	55,9	56,9	3 698	19,7	13,3	2 966	15,8	19,9	672	3,6	4,0	945	5,0	5,9
1959	22 041	12 269	55,6	54,5	4 314	19,6	18,8	3 522	16,0	17,0	794	3,6	3,7	1 142	5,2	6,0
1960	25 791	14 401	55,8	56,9	4 985	19,3	17,9	4 167	16,2	17,2	926	3,6	3,5	1 312	5,1	4,5
1961	29 811	16 712	56,0	57,5	5 611	18,8	15,6	4 791	16,1	15,5	1 089	3,8	4,0	1 608	5,4	7,4
1962	33 999	19 358	56,9	63,2	6 263	18,4	15,6	5 273	15,5	11,5	1 279	3,9	4,5	1 826	5,4	5,2
1963	38 658	22 261	57,6	62,3	7 128	18,4	18,6	5 778	15,0	10,8	1 511	3,9	5,0	1 980	5,1	3,3
1964 4)	44 058	25 578	58,1	61,4	8 060	18,3	17,3	6 410	14,5	11,7	1 760	4,0	4,6	2 250	5,1	5,0
1965 4)	46 765	29 133	62,2	.	6 218	13,2	.	6 885	14,7	.	2 004	4,2	.	2 525	5,3	.
1966	52 812	33 174	62,8	66,8	6 954	13,1	12,1	7 739	14,6	14,1	2 145	4,0	.	2 799	5,2	4,5
1967	59 449	37 806	63,5	69,7	7 598	12,7	9,7	8 464	14,2	10,9	2 460	4,1	4,7	3 119	5,2	4,8

1) Anteil der Vermögensanlagen an den Vermögensanlagen aller Versicherungsunternehmen .

2) Jährliche Zunahme der Vermögensanlagen der einzelnen Versicherungszweige in v.H. der Zunahme aller Vermögensanlagen.

3) 1953 bis 1956 und ab 1965 ohne Sterbekassen

4) Änderung des Kreises der berichtenden Pensionskassen und Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen.

+) Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Quellen: Geschäftsberichte und Veröffentlichungen des BAV ab 1952/53; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank März 1961 S. 101, April 1965 S. 21 und Juli 1968 S. 95.

Tabelle 14

Netto-Zunahme der Vermögensanlagen der aufsichtspflichtigen Versicherungsunternehmen 1)

Geschäftsjahr	Alle Versicherungsunternehmen		Lebensversicherungsunternehmen		Pensions- und Sterbekassen 3)		Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen		Krankenversicherungsunternehmen		Rückversicherungsunternehmen	
	Mio DM	vH	Mio DM	vH 2)	Mio DM	vH 2)	Mio DM	vH 2)	Mio DM	vH 2)	Mio DM	vH 2)
1953	1 903	47,3	646	21,2	1 107	147,4	133	19,4			37	14,5
1954	1 926	37,1	630	16,7	226	16,4	238	29,1			67	28,5
1955	2 711	34,4	834	20,7	346	19,7	255	24,1			72	23,2
1956	1 597	18,2	564	12,5	342	16,3	264	20,1			123	33,3
1957	2 521	24,8	382	15,9	221	9,0	251	15,9			66	13,1
1958	2 954	1 ,3	1 021	15,0	335	12,5	327	17,9			90	15,8
1959	3 127	15,4	1 268	16,2	368	12,2	316	14,7	80	16,2	138	20,9
1960	3 510	15,3	1 423	15,7	334	9,9	498	20,1	99	17,2	148	18,5
1961	4 275	17,4	1 782	17,0	616	16,6	556	18,7	122	18,1	197	26,8
1962	5 152	17,0	2 132	17,3	671	15,5	645	18,3	132	16,6	170	14,8
1963	6 036	15,3	2 311	16,6	626	12,5	624	14,0	163	17,6	296	22,5
1964	6 914	14,4	2 645	15,3	552	11,6	482	10,0	190	17,4	218	13,5
1965	8 052	16,5	2 903	14,9	865	17,8	505	9,5	232	18,1	154	9,4
1966	9 117	13,2	3 317	14,9	93	12,0	631	10,9	249	16,4	270	12,5
1967	9 757	7,0	3 515	12,0	.	.	475	7,4	244	13,8	274	12,1
1968	10 647	12,1	4 041	13,8	736	11,8	854	12,4	141	7,0	274	1 ,6
1969	12 247	12,	4 632	13,2	644	9,2	725	9,3	315	14,6	320	11,4
	82 [illegible]		25 130		7 009		7 780		1 965		2 921	

1) Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. 2) Jährliche Zunahme der Vermögensanlagen in vH des Endstandes des Vorjahres. 3) 1953 bis 1956 und ab 1965 ohne Sterbekassen. 4) Änderung des Kreises der berichtenden Pensionskassen und Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen.

Quellen: Geschäftsberichte und Veröffentlichungen des BAV ab 1952/53.

Tabelle 15

Vermögensanlagen der Versicherungsunternehmen [1]

Bestand am Jahresende	Gesamte Anlagen	Grundstücke		Hypotheken- und Grundschuldforderungen		Schuldscheinforderungen und Darlehen		Wertpapiere		Ausgleichsforderungen	
	Mio RM/DM	Mio RM/DM	vH	Mio RM/DM	vH	Mio RM/DM	vH	Mio RM/DM	vH	Mio RM/DM	vH
1928	2 676	299	11,2	1 383	51,7	173	6,5	490	18,3	-	-
1937	8 017	702	8,8	3 210	40,0	933	11,6	2 347	29,3	-	-
1950	4 059	355	8,7	461	11,3	521	12,8	223	5,4	2 428	59,8
1967	59 450	8 026	13,5	12 322	20,7	18 685	31,4	14 727	24,7	3 815	5,4
	darunter Lebensversicherungsunternehmen										
1928	1 793	111	6,2	1 239	69,1	96	5,3	243	13,5	-	-
1937	6 358	462	7,2	2 919	45,9	698	11,0	1 708	26,9	-	-
1950	2 667	207	7,7	385	14,4	312	11,7	118	4,4	1 605	60,2
1967	38 001	4 813	13,0	10 528	28	12 809	34	6 811	18	1 904	5

1) Zahlen für 1928 und 1937 ohne die Vermögensanlagen der privaten Kranken-, Hagel- und Tierversicherungsunternehmen, jedoch einschliesslich der Anlagen der öffentlich-rechtlicher Lebensversicherungs- und Feuerversicherungsanstalten.

Quellen: Zahlen für 1928 und 1937: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 10. Jg., Nr. 6, Juni 1958, S.56; Zahlen für 1950 und für 1967: Ver BAV, diverse Geschäftsberichte.

Tabelle 16

Brutto-Zugang an Vermögensanlagen bei den grösseren Versicherungsunternehmen[1]

Jahr	Brutto-Zugang insgesamt[2]		davon in Anlagearten							
			Grundstücke		Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen		Schuldscheinforderungen und Darlehen		Wertpapiere	
	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH
1950	525,3	100	85,7	16,3	180,6	34,3	157,0	29,8	75,8	14,4
1951	747,7	100	100,6	13,4	223,5	29,9	233,6	31,2	137,6	18,4
1952	1 [illegible],9	100	108,6	10,7	244,5	24,1	411,9	40,7	178,7	17,6
1953	1 450,3	100	140,0	9,6	285,7	19,6	593,5	40,9	361,3	24,9
1954	1 929,8	100	193,5	10,0	327,9	16,9	738,2	38,2	581,9	30,1
1955	1 929,3	100	225,0	11,6	351,4	18,2	737,1	38,2	530,6	27,5
1956	2 148,9	100	251,0	11,6	422,1	19,6	852,1	39,6	489,6	22,7
1957	3 027,1	100	259,4	9,5	585,5	19,3	1 117,5	37,0	890,8	29,4
1958	3 [illegible],0	100	306,5	8,2	568,1	15,3	1 313,4	35,5	1 409,1	38,1
1959	4 [illegible],3	100	380,0	7,7	534,9	10,9	2 008,8	41,0	1 844,9	37,5
1960	4 [illegible],1	100	424,4	8,5	820,9	16,8	1 886,4	38,1	1 627,7	32,9
1961	5 [illegible],3	100	635,2	11,0	1 094,2	19,0	2 152,3	37,5	1 631,5	28,4
1962	6 107,0	100	677,3	11,0	1 043,1	17,0	2 402,0	39,3	1 774,3	29,0
1963	6 462,2	100	780,6	12,0	1 202,4	18,6	2 256,1	34,9	1 98[illegible],2	30,6
1964	7 [illegible],4	100	821,2	11,0	1 517,0	20,3	2 490,2	33,3	2 420,2	32,3
1965	8 [illegible],1	100	940	11,5	1 797	22,1	2 615	32,8	2 [illegible]9	29,7
1966	9 [illegible],2	100	1 094	11,7	2 214	23,7	3 238	34,7	2 409	25,8
1967	10 [illegible],-	100	1 191	11,2	2 028	19,2	3 797	35,9	3 174	30,1
.	80 087,2	100	8 613,0	10,7	15 449,8	19,2	29 000,1	36,2	23 935,2	29,8

1) Alle vierteljährlich berichtenden Versicherungsunternehmen, jedoch 1950 ohne Rückversicherungsunternehmen, ab 1957 einschliesslich Pensionskassen, 1965 ohne Krankenversicherungsunternehmen. - Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Ohne Ausgleichsforderungen.

Quellen: Zusammengestellt und errechnet anhand der Geschäftsberichte des BAV 1952/53ff. und Ver.BAV., 17.Jg., Nr. 2, 1968, S. 36

Tabelle 17

Brutto-Zugang an Vermögensanlagen bei den Lebensversicherungsunternehmen [1]

Jahr	Brutto-Zugang insgesamt [2]		davon in Anlagearten							
			Grundstücke		Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen		Schuldscheinforderungen und Darlehen		Wertpapiere	
	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH
1950	430	100	56	13,0	171	39,7	127	29,5	50	11,6
1951	535	100	62	11,5	203	38,0	156	29,2	65	12,1
1952	678	100	61	8,9	210	30,9	262	38,7	83	8,8
1953	990	100	76	7,6	248	25,0	460	46,4	148	14,9
1954	1 266	100	93	7,3	295	23,0	595	47,0	216	17,1
1955	1 358	100	129	9,4	315	23,1	607	44,7	246	18,1
1956	1 488	100	162	10,9	379	25,5	661	44,4	210	14,1
1957	1 763	100	142	8,0	463	26,6	722	41,0	353	20,0
1958	2 118	100	180	8,4	419	19,8	886	41,8	547	25,8
1959	2 742	100	217	7,9	422	15,3	1 380	51,1	643	23,4
1960	2 858	100	227	7,9	687	24,0	1 197	41,9	652	22,8
1961	3 234	100	341	10,5	886	27,3	1 313	40,6	586	18,1
1962	3 678	100	378	10,2	845	22,9	1 535	41,7	794	21,5
1963	4 032	100	463	11,4	987	24,4	1 479	36,7	974	24,1
1964	4 543	100	519	11,4	1 240	27,2	1 531	33,7	1 095	24,1
1965	5 345	100	626	11,6	1 570	29,2	1 735	32,3	1 245	23,1
1966	5 712	100	636	11,1	1 853	32,5	1 896	33,3	1 063	18,5
1967	6 762	100	776	11,5	1 702	25,2	2 326	34,5	1 643	24,3
.	49 532	100	5 144	10,3	12 895	26,0	18 868	38,1	10 613	21,5

1) Alle vierteljährlich berichtenden Lebensversicherungs-Unternehmen- Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Ohne Ausgleichsforderungen.

Quellen: Zusammengestellt und errechnet anhand der Geschäftsberichte des BAV 1952/53ff. und Ver.BAV., 17. Jg., Nr. 2, 1968, S. 36

Tabelle 18

Brutto-Zugang an Vermögensanlagen bei den Schaden-, Unfall- und Rückversicherungsunternehmen[1]

Jahr	Brutto-Zugang insgesamt[2]		davon in Anlagearten							
			Grundstücke		Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen		Schuldscheinforderungen und Darlehen		Wertpapiere	
	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH	Mio DM	vH
1951	204	100	37	18,1	20	9,8	76	37,2	69	33,8
1952	314	100	43	13,6	33	10,5	141	44,9	92	29,2
1953	423	100	57	13,4	34	8,0	120	28,3	200	47,2
1954	600	100	88	14,7	31	5,2	128	21,4	333	55,5
1955	509	100	84	16,5	33	6,4	106	20,8	263	51,6
1956	594	100	76	12,9	38	6,4	162	27,3	261	44,0
1957	799	100	80	10,0	36	4,5	179	22,4	422	52,8
1958	1 018	100	92	9,0	49	4,8	168	16,5	694	68,1
1959	1 320	100	112	8,4	37	2,8	239	18,1	882	66,8
1960	1 248	100	115	9,2	47	3,7	298	23,9	711	57,0
1961	1 441	100	136	9,4	52	3,6	364	25,2	774	53,7
1962	1 223	100	152	12,4	54	4,4	360	29,4	575	47,0
1963	1 221	100	151	12,3	51	4,1	296	24,2	625	51,1
1964	1 577	100	147	9,3	46	2,9	388	24,6	925	58,6
1965	1 917	100	200	10,4	60	3,1	526	27,4	1 093	57,0
1966	2 256	100	266	11,7	75	3,3	783	34,7	1 004	44,5
1967	2 206	100	267	12,1	66	2,9	725	32,8	1 075	48,7
.	18 868	100	2 103	11,1	762	4,0	5 059	26,8	9 999	52,9

1) Alle vierteljährlich berichtenden Versicherungsunternehmen .- Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.
2) Ohne Ausgleichsforderungen.
Quellen: Zusammengestellt und errechnet anhand der Geschäftsberichte des BAV 1952/53ff. und Ver.BAV.,17. Jg.,Nr. 2, 1968, S. 36

Tabelle 19

Aufteilung der Bruttozugänge an Schuldscheinforderungen und Darlehen der Individualversicherungs-Unternehmungen[1] nach Darlehensnehmergruppen 1951 bis 1967

Jahr	Bruttozugang insgesamt[2]	davon Schuldscheindarlehen	in %	davon Darlehen an												Zum Vergleich: Bruttoabsatz von Industrie-Obligationen und Wandelschuldverschreibungen in Mio DM
				öffentliche Stellen[3]	in %	öffentliche Unternehmen[4]	in %	private Unternehmen	in %	öffentliche u. private Unternehmen	in %	Kreditinstitute	in %	Sonstige[5]	in %	
	Mio DM (1)	Mio DM (2)	von 1	Mio DM	von 2	Mio DM	von 2	Mio DM	von 2	Mio DM	von 2	Mio DM	von 2	von 2		
1951	738,1	231,3	31,3	56,9	24,6	18,4	8,0	73,1	31,6	91,5	39,6	53,2	23,0	12,8		61,7
1952	993,2	403,8	40,8	91,2	22,6	28,2	7,0	157,5	39,0	245,7	46,0	75,3	18,6	12,8		130,3
1953	1 414,9	581,0	41,1	146,6	25,2	49,1	8,4	203,0	34,9	252,1	43,3	135,2	23,3	8,2		396,2
1954	1 874,4	723,7	38,6	161,3	22,3	52,1	7,2	310,1	42,8	362,2	50,0	147,1	20,3	7,4		791,5
1955	1 867,3	713,1	38,2	110,6	15,5	40,6	5,7	376,0	52,7	416,6	58,4	139,2	19,5	6,6		432,0
1956	2 082,3	823,2	39,5	134,3	16,3	44,2	5,4	408,1	49,6	452,3	55,0	189,1	23,0	5,7		563,7
1957	2 561,9	901,4	35,2	214,3	23,8	71,0	7,9	311,9	34,6	382,9	42,5	244,0	27,1	6,6		931,1
1958	3 574,1	1 263,5	35,4	227,5	18,0	87,4	6,9	643,5	50,9	730,9	57,8	144,4	11,4	12,8		1 651,9
1959	4 727,3	1 938,8	41,0	355,2	18,3	169,5	8,7	1 013,0	52,2	1 182,5	60,9	243,8	12,6	8,2		918,7
1960	4 760,1	1 809,4	38,0	513,8	28,4	78,0	4,3	589,0	32,6	667,0	36,9	426,8	23,6	11,1		27,5
1961	5 512,1	2 047,0	37,1	341,5	16,7	113,7	5,6	1 087,5	48,9	1 201,2	54,5	254,2	12,4	16,4		319,6
1962	5 843,7	2 296,8	39,3	447,8	19,5	180,0	7,8	1 100,1	47,9	1 280,1	55,7	315,4	13,7	11,1		1 076,1
1963	6 151,8	2 138,1	34,8	510,6	23,9	161,1	7,5	919,6	43,0	1 080,7	50,5	332,1	15,5	10,1		1 552,5
1964	6 933,2	2 300,9	33,2	583,5	25,4	293,5	12,7	879,2	38,2	1 172,7	50,9	399,9	17,4	6,3		973,7
1965	8 129,1	2 612,5	32,1	764,7	29,2	189,4	7,2	703,3	26,9	892,7	34,1	814,4	31,1	5,3		585,8
1966	9 314,2	3 243,8	34,8	924,9	28,5	158,6	4,9	801,2	24,7	959,8	29,6	1 180,1	36,4	5,5		231,7
1967	10.559,8	3 796,6	35,9	1 084,2	28,6	229,0	6,0	1 123,5	29,6	1 352,5	35,6	1 150,7	30,3	5,5		1 117,2
	77.037,5	27 824,9	36,1	6 668,9	23,9	1 963,8	7,0	10 699,6	38,4	12 663,4	45,4	6 244,9	22,4	8,3		11 771,2

1) Alle vierteljährlich berichtenden Versicherungsunternehmen, jedoch ohne Krankenversicherungen, deren Neuanlagen vom BAV nicht aufgegliedert werden. Die Schuldscheindarlehen der grösseren Pensionskassen sind ab 1958 in den Zahlen enthalten.

2) Ohne Ausgleichsforderungen. 3) Gebietskörperschaften, Bundesbahn und Bundespost sowie sonst. Körperschaften des öffentl. Rechts;

4) Unternehmen privater Rechtsform in öffentlichem Besitz; 5) Einschliesslich Darlehen auf Versicherungsscheine, die sich nicht nach Kreditnehmern aufgliedern lassen.

Quelle: Geschäftsberichte und vierteljährliche Veröffentlichungen des BAV ab 1952/53, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nov. 1961, S.69 und Juli 1968, S.84

Tabelle 20

Aufteilung der Brutto-Zugänge an Schuldscheinforderungen und Darlehen der Lebensversicherungsunternehmen nach Darlehensnehmergruppen +)

Jahr	Bruttozugang insgesamt [3]	davon Schuldscheindarlehen		Davon Darlehen an									
				öffentliche Stellen [4]		öffentliche Unternehmungen [5]		private Unternehmungen		Kreditinstitute		Sonstige [6]	
	Mio DM (1)	Mio DM (2)	v.H. [1]	Mio DM	v.H. [2]	Mio DM	v.H. [2]	Mio DM	v.H. [2]	Mio DM	v.H. [2]	v.H. [2]	
1951	534,1	156,0	29,2	46,1	29,6	15,7	10,0	46,8	29,6	48,9	31,4	8,4	
1952	677,7	262,2	38,7	67,9	25,9	23,0	8,8	91,8	35,0	67,0	25,6	4,7	
1953	940,1	429,7	45,4	125,9	27,4	43,2	9,4	152,6	33,2	121,0	26,3	3,7	
1954	1 266,3	594,7	47,0	149,7	25,2	46,9	7,9	236,1	39,7	130,6	22,0	5,2	
1955	1 358,4	606,6	44,7	105,3	17,4	38,8	6,3	315,5	52,0	118,2	19,5	4,8	
1956	1 448,3	660,8	44,4	115,3	17,5	39,7	6,0	337,9	51,1	143,1	21,7	3,7	
1957	1 763,3	722,3	41,0	168,0	23,3	59,0	8,2	265,2	36,7	195,1	27,0	4,8	
1958	2 118,4	885,8	41,8	180,4	20,4	60,4	6,8	504,0	56,9	105,5	11,9	4,0	
1959	2 742,2	1 380,0	50,0	274,7	19,9	126,5	9,2	760,6	55,1	169,6	12,3	3,5	
1960	2 458,0	1 107,3	41,9	374,5	31,3	52,5	4,4	451,1	37,7	260,4	21,7	4,9	
1961	3 234,2	1 313,5	40,6	241,0	18,3	66,6	5,1	763,0	58,1	163,6	12,5	6,0	
1962	3 633,4	1 534,9	41,7	329,3	21,4	118,4	7,7	784,4	51,1	232,7	15,2	4,6	
1963	4 022,1	1 479,0	36,7	380,7	25,7	124,7	8,4	669,5	45,3	210,9	14,3	6,3	
1964	4 543,7	1 531,1	33,7	389,5	25,4	214,5	14,0	608,7	39,8	219,3	14,3	6,5	
1965	5 345,1	1 734,7	32,4	530,8	30,5	141,5	8,1	434,2	25,0	521,8	30,0	6,1	
1966	5 712,9	1 896,1	33,1	600,2	31,7	110,5	5,8	423,3	22,3	664,8	35,1	5,1	
1967	6 762,0	2 326,0	34,3	737,0	31,7	163,9	7,1	685,7	29,5	624,1	26,8	4,9	
	49 195,2	18 740,7	38,2	4 816,3	25,6	1 445,3	7,7	7 520,4	40,1	3 996,5	21,3	5,1	

1) In vH des Bruttozugangs aller Vermögensanlagen.
2) In vH des Bruttozugangs an Schuldscheinforderungen und Darlehen. +) Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.
3) Ohne Ausgleichsforderungen. 4) Gebietskörperschaften, Bundesbahn, Bundespost sowie sonstige Körperschaften des öffentl. Rechts.
5) Unternehmen privater Rechtsform in öffentlichem Besitz. 6) Einschliesslich Darlehen auf Versicherungsscheine, die sich nicht nach Kreditnehmern aufgliedern lassen.

Quellen: Geschäftsberichte und Veröffentlichungen des BAV 1952/53 ff.

Tabelle 21

Aufteilung der Brutto-Zugänge an Schuldscheinforderungen und Darlehen der Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen nach Darlehensnehmergruppen 1)

Jahr	Brutto-Zugang insgesamt 2)	davon Schuldscheindarlehen		Davon Darlehen an									
				öffentliche Stellen 3)		öffentliche Unternehmen 4)		private Unternehmen		Kreditinstitute		Sonstige 5)	
	Mio DM	Mio DM	vH 6)	Mio DM	vH 7)	Mio DM	vH 7)	Mio DM	vH 7)	Mio DM	vH 7)	Mio DM	vH 7)
1951	181,3	53,1	29,3	8,7	16,3	0,9	1,6	22,9	43,1	4,0	7,5	16,5	31,0
1952	313,4	89,1	28,5	17,9	20,1	2,9	3,2	32,7	36,7	6,5	7,4	29,1	32,6
1953	328,5	78,4	23,8	15,4	19,7	3,0	3,9	28,2	35,9	9,2	11,8	22,5	28,7
1954	426,3	73,8	17,3	9,6	13,1	4,3	5,8	31,9	43,3	12,2	16,5	15,7	21,3
1955	388,5	74,8	19,3	5,0	6,7	1,7	2,4	41,0	54,9	15,0	20,1	11,8	15,9
1956	437,4	129,6	29,6	16,1	12,5	2,4	1,9	53,8	41,5	38,6	29,8	18,6	14,3
1957	560,8	135,6	24,2	38,6	28,4	5,9	4,4	32,3	23,8	38,5	28,4	20,3	15,0
1958	743,7	121,2	16,3	25,4	21,0	1,4	1,2	55,3	45,6	22,1	18,2	17,0	14,0
1959	945,7	187,7	19,9	26,2	14,0	10,1	5,4	79,3	42,3	50,5	26,9	21,5	11,4
1960	893,3	230,0	25,8	50,5	22,1	5,5	2,4	72,6	31,7	75,4	32,9	24,9	10,9
1961	1 016,2	248,2	24,4	34,6	14,0	9,3	3,7	145,6	58,7	34,1	13,7	24,5	9,9
1962	869,8	260,8	30,0	22,2	8,5	16,5	6,4	157,0	60,2	34,2	13,1	30,7	11,8
1963	985,2	244,3	27,6	38,2	15,6	7,9	3,2	123,3	50,5	58,9	24,1	15,9	6,5
1964	1 116,2	281,7	25,2	56,3	19,9	15,8	5,6	117,2	41,6	67,3	23,8	26,0	8,8
1965	1 318,1	409,9	31,0	118,4	28,8	15,9	3,8	126,6	30,9	129,2	31,6	19,8	4,8
1966	1 524,1	541,8	35,5	135,1	24,9	16,9	3,1	150,4	27,8	214,6	39,6	24,7	4,6
1967	1 503,0	436,4	29,5	92,2	21,5	25,2	5,9	147,5	34,4	134,9	31,5	28,7	6,7
	11 899,3	3 587,4	32,3	710,4	19,8	145,6	4,0	1 417,6	39,5	945,2	26,3	367,2	10,2

1) Die Tabelle erfasst nur die grösseren Sachversicherungsunternehmen, auf die ca. 95 vH des Bestandes an Vermögensanlagen aller Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen entfallen. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Bruttozugang ohne Ausgleichsforderungen. 3) Gebietskörperschaften, Bundesbahn und Bundespost sowie sonstige Körperschaften des öffentlichen Rechts ohne öffentlich-rechtliche Kreditinstitute). 4) Unternehmen privater Rechtsform in öffentlichem Besitz.

5) Einschließlich Darlehen auf Versicherungsscheine, die vom BAV nicht nach Kreditnehmern aufgeteilt werden.

6) In vH des Bruttozugangs aller Vermögensanlagen. 7) In vH des Bruttozugangs an Schuldscheinforderungen und Darlehen

Quellen: Geschäftsberichte und Veröffentlichungen des BAV 1952/53 ff.

Literaturverzeichnis

Monographien und Aufsätze

Adler-Düring-Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaft, 3., neubearbeitete Aufl., Stuttgart 1957.

Arps, L., Das Versicherungssparen, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Bd. 22, hrsg. von Ph. Möhring und H. Rittershausen, Frankfurt a.M. 1964.

Derselbe, Die Versicherer als Kreditgeber am Kapitalmarkt, in: Der langfristige Kredit, München, 6. Jg. (1955).

Derselbe, Lebensversicherung,in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd. 1, Darmstadt 1958.

Derselbe, Vertragsversicherung und Kapitalmarkt, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von M. Palyi und P. Quittner, 2. Aufl. Frankfurt a.M. 1958.

Baehring, Bernd, Der neue Wettbewerber am Kapitalmarkt- Das Schuldscheindarlehen hat auch seine Grenzen, in:Handelsblatt vom 3./4.August 1962.

Derselbe, Schuldschein und Obligation, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt a.M., 15.Jg.(1962).

Bargen, M.von, Das Ausleihungsgeschäft der Lebensversicherungsunternehmen, in: Der langfristige Kredit, München, 12. Jg.(1961).

Bargen, M.von, Vermögensanlage in der deutschen Lebensversicherung, Frankfurt a.M. 1960.

Bargen, M.von und Helmut Waeger, Vertragsgestaltung bei Schuldscheindarlehen, in: Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 18. Jg.(1963).

Becker, W., Investitionsfinanzierungsprobleme aus der Sicht des Kapitalgebers, in: Der langfristige Kredit, München, 17.Jg. (1966).

Beckerath, Herbert von, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916.

Beckmann, L.,Die Betriebswirtschaftliche Finanzierung, 2. Aufl., Stuttgart 1956.

Bergan, G., Die Bedeutung der Versicherungssonderprogramme und ihre Eingliederung in das Investitionsprogramm zur Wirtschaftsförderung 1954, in: Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 9.Jg., (1954), Sonderbeilage.

Bergmann, H., Eine wichtige Aufgabe der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute, in: Der langfristige Kredit, München, 12. Jg.(1961).

Besters H., Das Revolving-System als Instrument der Industriefinanzierung in seiner volks- und kreditwirtschaftlichen Bedeutung, Gutachten, o.O. (1959).

Biber, W., Revolving- eine Bereicherung unseres Kreditsystems?, München 1959.

Birck, H., Die Bankbilanz- Aufstellung, Bewertung und Gliederung der Jahresabschlüsse der Kreditinstitute nach Handels- und Steuerrecht- Ein Handbuch für Banken und Sparkassen, 2., grundl.erw. Aufl., Wiesbaden 1961.

Bitschnau, R., Das Revolvingsystem in der Industriefinanzierung, Frankfurt a.M. 1959.

Blessing, K., Die Währung ist gesünder als vor zwei Jahren, in: FAZ Nr. 295 vom 20.12.1966, S. 9.

Derselbe, Kapitalmarktfragen, Vortrag gehalten vor dem Ueberseeclub in Hamburg am 24.5.1957, abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln der Bank Deutscher Länder, Nr. 55 vom 29.5.1957.

Blumberg, W., Vermögensanlage und -anlagepolitik- Sozialversicherung- in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd. 2, Darmstadt 1958.

Bösch, H.J., Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt a.M. 1959.

Bornemann, F.O. und H.O. Linnhoff, Die seit der Währungsreform begebenen Industrie-Anleihen, Betriebswirtschaftliche Schriften, Heft 3, Berlin 1958.

Boss, E., Die Kapitalanlagen der Unfall- und Sachversicherungsgesellschaften, insbesondere in der Schweiz, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, Berlin, 27. Jg.(1927).

Bothe, M., Die Anlagepolitik der Versicherungsgesellschaften, in: Kapitalmarkt und Finanzierung, Vorträge der Düsseldorfer Tagung vom 25. und 26.März 1965, hrsg. von der Deutschen Gesellschaft für Betriebswirtschaft, Berlin 1965.

Braess, P. Lebensversicherung, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften(HDSW), zugleich Neuauflage des Handwörterbuchs der Staatswissenschaften, Herausgegeben von Erwin von Beckerath, Carl Brinckmann, Erich Gutenberg u.a., 6. Bd. Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1959.

Braess, P., Versicherungswesen, in: HDSW, 11.Bd., 1961.

Braun, G.J., Schuldscheindarlehen im Rampenlicht, in: Handelsblatt vom 7.4.1964 (Leserzuschrift).

Brehmer, E.,Struktur und Funktionsweise des Geldmarktes der Deutschen Bundesrepublik seit 1948, Tübingen 1956.

Brestel, H., Auf der "Hintertreppe" des Kapitalmarktes, in: FAZ vom 12.7.1961.

Derselbe, Revolving-Kredite, in:FAZ vom 6.11.1954.

Bröker, G., Umschichtungen in der Industriefinanzierung, in: Industrie-Kurier, Düsseldorf, vom 30.1.1962.

Bruns, G.,Einführung in das Effektenwesen, Frankfurt a.M. 1959.

Büschgen, H.E., Industrielle Fremdfinanzierung durch Schuldscheindarlehen, in: Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht, Teil I:19.Jg.(1966) Heft 15, Teil II: 19.Jg. (1966) Heft 16.

Carell, E., Währungspolitik, Kreditwirtschaft und Revolving-System, (als Manuskript vervielfältigtes Gutachten), Würzburg 1960.

Cassier, S.C., Wertpapiere mit variablem Zins? in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main, 13.Jg. (1960).

Claren, J., Die Kapitalanlagen der privaten deutschen Lebensversicherungsunternehmen unter besonderer Berücksichtigung der wichtigsten Sonderprobleme, Betriebswirtschaftliche Forschungen der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der Technischen Universität Berlin, hrsg. von K. Mellerowicz, HH.Hohlfeld und O. Schutenhaus, Bd. 3, Berlin 1955.

Christians, W.F., Langfristige Finanzierung durch Schuldscheindarlehen, in: Finanzierungs-Handbuch, hrsg.von Hans Janberg, Wiesbaden 1964.

Conrad, J. und H. Hieber, Das Rechnungswesen im Versicherungsbetrieb,C. Rechnungslegung, in: Die Versicherung, Bd.2: Versicherungsbetriebslehre, Wiesbaden o.J.

Dannemann, Werner, Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Beiträge zur reinen und angewandten Wirtschaftstheorie aus dem Wirtschaftswissenschaftlichen Seminar der Universität Kiel, hrsg. von Erich Schneider, Nr. 4, Tübingen 1959.

Delorme, H., Konsortial- und Emissionsgeschäft, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, hrsg.von Ph.Möhring und H.Rittershausen, Bd. 11, Frankfurt am Main 1963.

Dickmann, H.B., Schuldscheindarlehen- Ein Markt auch für private Anleger? Noch Platz für Phantasie, in: Der Volkswirt, Frankfurt am Main, 20.Jg. (1966).

Engelhardt, H. Die Aufwertung der Schuldscheindarlehen unter besonderer Berücksichtigung des Schuldscheinbegriffs, Dissertation, Jena 1930.

Falter E. und Hoffmann, R., Prämienreserve, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd.2, Darmstadt 1958.

Falter,E., R. Hoffmann, A. Tosberg, Prämie, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd.2, Darmstadt 1958.

Falter, M., Zinsgleitklauseln- Eine Stellungnahme zum Stützel-Gutachten, in: Sparkasse, Zeitschrift des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e.V., Bonn, 82.Jg.(1965).

Fey, W., Lebensversicherung und allgemeine Wirtschaftstätigkeit, Sonderheft Nr. 43 des Instituts für Konjunkturforschung, Berlin 1957.

Feldheim, H., Lebensversicherung und Geldmarkt, München 1934.

Floss, E., Anlage- und Liquiditätsrichtlinien im Sparkassenwesen, Dissertation, Tübingen 1956.

Frank, M., Schuldscheindarlehen als Mittel der langfristigen Industriefinanzierung, Veröffentlichungen der Hochschule St. Gallen für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Volkswirtschaftlich-wirtschaftsgeographische Reihe, Bd. 10, Herausgeber H. Bachmann u.a., St.Galler Dissertation, Zürich und St. Gallen 1966.

Fritz, E., Die Vermögensanlagen der Versicherungswirtschaft in aufsichtsbehördlicher Sicht, Versicherungsstudien, Veröffentlichungen der Kölner Versicherungswissenschaftlichen Vereinigung e.V., hrsg. von H.G. Lobscheid,Heft1, Berlin 1958.

Fromm, G.E. und A. Goldberg, Versicherungsaufsichtsgesetz und Bundesaufsichtsgesetz, Kommentar, Berlin 1966.

Frowen, St.F., Die Funktionen der Wertpapierbörse in volkswirtschaftlicher Sicht, in: Die Börse- Funktion und Organisation im internationalen Vergleich- Auswertungsbericht, III. Internationales Bankseminar des deutschen Komitees der AIESEC E.V., Düsseldorf 1965.

Gamerdinger, D., Der Kapitalmarkt in der Bundesrepublik und die Voraussetzungen seiner Funktionsfähigkeit, Tübinger Dissertation, Neue Schriften zur Wirtschafts- und Sozialwissenschaft, Tübingen 1959.

Gasser, C. und W. Meyer, Der schweizerische Kapitalmarkt, II. Teil, Zürich und St. Gallen 1952.

Geiler, H.F., Neuzeitliche Finanzierungsmethoden in Westdeutschland, in: Neue Zürcher Zeitung vom 13.11.1957.

Gehrhardt, H., Zins, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd.2, Darmstadt 1958.

Gericke, H., Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961.

Goldberg, A., Das vereinfachte Verfahren für Genehmigungen von Vermögensanlagen, in: VerBAV, 4.Jg. (1955).

Derselbe, Zur Frage der Deckungsstockfähigkeit von Industriedarlehen, in: VerBAV 5.Jg.(1956).

Grevemeyer, E., Lebensversicherung, Abgekürzte, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg.von E.Finke, Bd. 1, Darmstadt 1958.

Härle, D., Finanzierungsregeln und ihre Problematik, Wiesbaden 1961.

Hagenmüller, K.F., Kapitalmarkt, in: HWB, 3. Aufl., Stuttgart 1956- 1962,Bd. II.

Hahn, Albert, Diskussionsbeitrag, in: Bankkredit und langfristige Investitionen, hrsg. von Adolf Weber, Berlin 1954.

Hammer, K., Verwahrungs- und Verwaltungsprobleme von Rentenwerten, in: Börsen-Zeitung,Nr. 68 vom 5.4.1968.

Hankel, W., Die zweite Kapitalverteilung -Ein marktwirtschaftlicher Weg langfristiger Finanzierungspolitik, Frankfurt am Main 1961.

Derselbe, Kapitalbildung und Kapitalanlagen in der Bundesrepublik im letzten Jahrzehnt, in: Anlagepolitik der Kapitalsammelstellen, Beiheft zu Der Volkswirt, Frankfurt a.M., 14. Jg.(1960).

Harting, G., Schadenreserve, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd. 2, Darmstadt 1958.

Hauck, M., Die Illusion des Parikurses- Kritik am Schuldscheinmarkt, in: FAZ vom 19.7.1961.

Hax, Karl, Die Kapitalwirtschaft des wachsenden Industrieunternehmens, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 16.Jg.(1964) Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, N.F., begr.von Eugen Schmalenbach, hrsg. von Karl Hax, 16.Jg.,Köln und Opladen, 1964.

Hax, Karl, Die langfristigen Finanzdispositionen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, hrsg. von K.Hax und Th. Wessels, Bd. 1, Köln und Opladen 1958.

Derselbe,Grundlagen des Versicherungswesens, Schriftenreihe Die Versicherung, Bd. I, Wiesbaden 1964.

Derselbe, Kapitalbildung und Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft, in: Jahrbuch 1958 des Vereins für Versicherungs-Wissenschaft und -Praxis in Hessen e.V., Frankfurt am Main.

Derselbe, Langfristige Finanz- und Investitionsentscheidungen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. I Betriebswirtschaft, hrsg. von K. Hax und Th. Wessels,2., überarb. u. erw. Aufl., Köln und Opladen 1966.

Derselbe, Versicherungsbetrieb, in: HDSW, 11.Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1961.

Derselbe, Versicherungsrechnungslegung, in: HDSW, 11.Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1961.

Derselbe, Wesen, Bedeutung und Gliederung der Versicherung, in: Die Versicherung, hrsg. von W. Grosse u.a., Bd. 1, Wiesbaden 1962-1964.

Heubaum, W., Die Kapitalanlagevorschriften und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt, Dissertation, Köln 1959,

Heubeck, G., Finanzierungsverfahren, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd. 1, Darmstadt 1958.

Hintner, O., Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961.

Höfermann, F., Geldmarkt und Geldmarktgeschäfte, Frankfurt am Main, o.J.

Hohlfeld, H.H., Die Systematik des Kreditmarkts, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, N.F. 7.Jg.(1955),Köln und Opladen.

Hübner,Otto, Die Banken, Leipzig 1854.

Hueck, A., Recht der Wertpapiere, 9.durchgesehene Auflage, Berlin und Frankfurt a.M. 1963.

Jäger, A., Nochmals: Schuldscheindarlehen und Grundschuld, in: Zeitschrift für Versicherungswesen, Hamburg, 7.Jg. 1956.

Jenson, H. Bilanzanalyse, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd. 1, Darmstadt 1958.

Jonas, H., Grenzen der Kreditfinanzierung, Wiesbaden 1960.

Kalveram, W., Die Effektenbörse, in: Die Bank, Lehrbuch und Nachschlagewerk des Bank- und Sparkassenwesens, 2.Bd., Wiesbaden 1952.

Kalveram, W., Die Prüfung der Kreditwürdigkeit, Berlin 1937,

Kalveram W. und H. Günther, Bankbetriebslehre- Ein Lehr- und Nachschlagewerk für Studium und Praxis, 3., völlig neubarbeitete Auflage, Wiesbaden 1961.

Kasten, H., Börsen, in: HDSW, 2.Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1959.

Kinnebrock, F., Kapitalverkehrsteuergesetz, 3. Auflg., München und Berlin 1960.

Kleinschmidt, K., Steuern auf Schuldscheindarlehen, in: FAZ vom 16.10.1959.

Derselbe, Die Banken und die Schuldscheindarlehen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main, 16.Jg. (1963).

Derselbe, Schuldscheindarlehen sind anerkannt, Interview, in: Industriekurier, Düsseldorf, vom 3.3.1964.

Derselbe, Vermögensanlage in Schuldscheindarlehen, in: Handbuch der Vermögensanlage, hrsg. von C. Zimmerer, Frankfurt am Main 1964.

Kluttig, H.G., Wissenswertes über Industrie-Schuldscheindarlehen, in: Der langfristige Kredit, München, 8.Jg.(1957).

Koch, E., Kritik am Schuldscheinmarkt, in: FAZ vom 19.7.1961.

Köllhofer, D., Das Schuldscheingeschäft der Banken, in: Bank-Betrieb, Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis, Früher Bank-Archiv, hrsg. vom Bundesverband deutscher Banken, Köln, 2. Jg.(1962).

Könneker, W., Revolving-Kredite in der deutschen Geld- und Kreditordnung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main, 12. Jg. (1959).

Kratz, F., Zur Bilanzierung von Schuldscheindarlehen, in: Börsenzeitung vom 27.9.1961.

Derselbe, Zur Kapitalverkehrsteuerpflicht für Schuldscheindarlehen, in: Der Betriebs-Berater, Düsseldorf, 14.Jg. (1959).

Derselbe, Zur Steuerpflicht von Schuldscheindarlehen, in: Industriekurier vom 12.9.1959.

Krümmel, H.J., Liquiditätssicherung im Bankwesen, in: Kredit und Kapital, hrsg. von W. Ehrlicher und H. Lipfert, Berlin, 1.Jg.(1968).

Kruse, A., Das Wesen des langfristigen Kredits, in: Der langfristige Kredit, München, 6.Jg.(1955).

Lenel, H.O., Neue Entwicklungstendenzen auf dem deutschen Kapitalmarkt, in: JfNuSt., Stuttgart, Bd. 173(1961).

Lipfert, H., Geld- und Kapitalmarkt, in: HDSW, 4.Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1965.

Loesch, A.von, Das Revolving Kreditsystem, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 118(1962).

Lohmann, M., Zur Problematik der goldenen Bilanzregel, in: Die Wirtschaftsprüfung, Stuttgart, 12.Jg.(1959).

Lukarsch, G., Die Kapitalanlagepolitik der privaten Lebensversicherungs-Unternehmungen im Hinblick auf die Erstellung kaufkraftäquivalenter Versicherungsleistungen, Frankfurter wirtschafts- und sozialwissenschaftliche Studien, hrsg. von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt am Main, Heft 5, Berlin 1959.

Mahr, W., Das Revolving-System in volkswirtschaftlicher und kreditpolitischer Sicht (als Manuskript vervielfältigtes Gutachten), Mannheim 1960.

Meilicke, H., Lex Münemann- ein gesetzgeberischer Fehlschlag, in: Der Betriebs-Berater, Düsseldorf,14.Jg.(1959).

Meister, W., Die Versicherungsunternehmen in der Börsenbaisse, in: Blick durch die Wirtschaft vom 17.8.1962.

Mellerowicz, K., Emissionsgeschäft, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, hrsg. von M. Palyi und P. Quittner, 2. Auflg., Frankfurt am Main 1958.

Derselbe, Kapitalverkehr, Wiesbaden 1950.

Derselbe, Zur Liquidität der Banken, in: Sparkasse, Berlin, 54.Jg.(1934).

Mellerowicz, K. und H.H.Jonas, Bestimmungsfaktoren der Kreditfähigkeit, Betriebswirtschaftliche Forschungen der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der Technischen Universität Berlin, hrsg. von K. Mellerowicz, HH. Hohlfeld und O. Schnutenhaus, Bd. 1, 2.unveränd.Auflg., Berlin 1957.

Menrad, S., Der Investitionskredit an die mittelständische Industrie als öffentliche Aufgabe, in: Gemeindewirtschaft und Unternehmerwirtschaft, Festgabe für Rudolf Johns zum 65. Geburtstag am 15.Juli 1965, hrsg. von L. Mülhaupt und K. Oettle, Göttingen 1965.

Derselbe, Die Auswirkungen der Kuponsteuer, in: Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft, Berlin, 86.Jg. (1966).

Mercker, W., Vermögensanlagen der Individualversicherung, in: Anlagepolitik der Kapitalsammelstellen, Beiheft zu:Der Volkswirt, Frankfurt am Main, Nr. 42, 14.Jg.(1960).

Derselbe, Vermögensverwaltung, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd. II, Darmstadt 1958.

Mercker, W. und G. Müller, Vermögensanlage und -anlagepolitik- Individualversicherung, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd.II, Darmstadt 1958.

Merkel, H.G., Theorie der Kapitalmarktpolitik, Berlin 1955.

Meyer, F.W., Erwachsen aus Revolvingkrediten volkswirtschaftliche Gefahren? (als Manuskript vervielfältigtes Gutachten), Bonn 1959.

Mittermüller, H., Schuldscheindarlehen, in: Der Bankkaufmann, 7.Jg.(1958).

Mohr, H. und H. Hofmann, Lebensversicherung, Schriftenreihe "Die Versicherung", hrsg. von W. Grosse u.a., Bd. 5, Wiesbaden 1965.

Mülhaupt, L., Finanzierung im Ausland, in: HWB, 3., völlig neu bearbeitete Aufl., Bd. II, Stuttgart 1958.

Müller, G., Auch bei sinkenden Wachstumsraten verläßliche Kapitalquelle, in: Der Volkswirt, Frankfurt am Main, 16. Jg.(1962).

Derselbe, Der Beitrag der Versicherungswirtschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main, 9.Jg. (1956).

Derselbe, Der Standpunkt der Versicherungen, in: FAZ vom 19.7.1961 (Leserzuschrift).

Derselbe, Der Zins in der Versicherungswirtschaft, in: Probleme der deutschen Zinspolitik, aus der Reihe "Geld und Kredit", Beiheft zu:Der Volkswirt, Frankfurt am Main, 17.Jg.(1963).

Müller, G., Die Anlagepolitik der Lebensversicherung im Konjunkturwandel, in: Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 18.Jg. (1963).

Derselbe, Die Bedeutung der Versicherungswirtschaft für die Kapitalbildung und Kapitalversorgung, in: Kapitalbildung und Kapitalmarkt, Creditanstalt Bankverein Wien, Wirtschaftsberichte, 14.Jg.(1962) Nr. 3/4.

Derselbe, Die große Wende am Kapitalmarkt, in: Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 13.Jg. (1958).

Derselbe,Entwicklungslinien unserer Anlagepolitik, in: Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 13.Jg.(1958).

Derselbe, Kapitalmarkt und Versicherungswirtschaft, in: Kapitalmarkt und Finanzierung, hrsg. von der Deutschen Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., Berlin 1958.

Derselbe, Kapitalmarktpolitik aus der Sicht der Versicherungswirtschaft, in: Der langfristige Kredit, München, 11.Jg. (1960).

Derselbe, Langfristige Kredite aus Schuldscheindarlehen, in: Deutsche Zeitung vom 26.10.1961.

Derselbe, Vermögensanlage und Vermögensverwaltung der Versicherungsgesellschaften, in: HWB, 3. Aufl., Stuttgart 1958.

Derselbe, Versicherungswirtschaft und Kapitalmarkt, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main, 13.Jg. (1960).

Münemann, R., Das Revolving-System in betriebswirtschaftlicher Sicht (als Manuskript vervielfältigter Vortrag), Mannheim 1959.

Derselbe, Die Zukunft des Schuldscheindarlehensgeschäfts, in: "Wandlungen im Kreditgeschäft", Beiheft zu: Der Volkswirt, Frankfurt am Main,16.Jg.(1962) Nr. 43.

Derselbe, Firmengeschichte, München 1954.

Derselbe, Fragen der Industriefinanzierung (als Manuskript vervielfältigter Vortrag), Berlin 1959.

Derselbe, Makler für Schuldscheindarlehen, in: Sparen und Investieren, Beiheft zu: Der Volkswirt, Frankfurt am Main, 10.Jg. (1956) Nr. 47.

Derselbe, Neuzeitliche Formen der Industriefinanzierung, in: Finanzierungsprobleme und Steuerpolitik, Berlin 1957.

Derselbe, Rentabilitäts- und Liquiditätsprobleme bei der Investitionsfinanzierung mit Schuldscheindarlehen (als Manuskript vervielfältigter Vortrag), Berlin 1959.

Muthesius, V., Die Karriere des Maklers, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main, 7.Jg.(1954).

Obermeier, E., Münemanns Revolving-Formel, in: Der Volkswirt, Frankfurt am Main, 13.Jg. (1959).

Obst-Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, 35. Aufl., Stuttgart 1963.

Oettle, K., Finanzreform und kommunale Schuldenwirtschaft, in: Die Finanzreform und die Gemeinden, Bd. 14 der Schriftenreihe des Vereins für Kommunalwissenschaften e.V. Berlin, Stuttgart-Berlin-Köln- Mainz 1966.

Derselbe, Selbstfinanzierung, in: HWB, 3. Aufl., Bd. III, Stuttgart 1958.

Derselbe, Selbstfinanzierungsmöglichkeiten und Investitionsentscheidungen, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 16.Jg. der Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, NF, Heft 7/8, 1964, Sonderdruck.

Derselbe, Unternehmerische Finanzpolitik, Elemente einer Theorie der Finanzpolitik industrieller Unternehmungen, Stuttgart 1966.

Opperbeck, J., Schuldscheindarlehen und Grundschuld, in: Zeitschrift für Versicherungswesen, Hamburg, 7.Jg. (1956).

Oppermann, G., Börsen- und Wertpapiergeschäfte, 2.Aufl., Frankfurt am Main und Köln 1962.

Otto, E., Vermögensanlage- und Deckungsstockfragen in der Sicht des BAV, in: Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, Jg. 20(1965), Heft 10.

Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 20.,neubearb. Aufl., München und Berlin 1961.

Pfeffer, R. und H. Wolf, Anleihe und Schuldscheindarlehen, in: Bank-Betrieb, 5.Jg.(1965), Nr. 6/7.

Pfleiderer, O., Die Mechanik des Kreditvolumens, in: Bankwirtschaft, Nr. 13/1943.

Prölss, E.R., Versicherungsaufsichtsgesetz, Bundesaufsichtsgesetze, Kartellrecht der Versicherungswirtschaft (§ 102 GWB) und andere Nebengesetze, 5., stark veränd. Aufl., München und Berlin 1966.

Rehfeldt, B., Wertpapierrecht, ein Studienbuch, 8., ergänzte Aufl., München und Berlin 1966.

Reinboth, H., Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmungsfinanzierung, Bd. 2 der Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Vilhelms-Universität Münster, Herausgeber: Ludwig Mülhaupt, Wiesbaden 1965.

Richardi, H., Lehren aus den "sensationellen" Schuldscheindarlehen, in: Der langfristige Kredit, München, 6. Jg. (1955), 12. Folge.

Richebächer K., Börse und Kapitalmarkt, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, hrsg. von Ph. Möhring und H.Rittershausen, Frankfurt am Main, 1963.

Ringleb, W., Versicherungen sind keine Kreditinstitute, in: Industriekurier vom 12.1.1963.

Rittershausen, Heinrich, Das "System 7 M" des Finanzmaklers Münemann München, Gutachten, Köln.

Derselbe, Die Zentralnotenbank, Ein Handbuch ihrer Instrumente, ihrer Politik und ihrer Theorie, Frankfurt am Main 1962.

Derselbe, Industrielle Finanzierungen, Systematische Darstellung mit Fällen aus der Unternehmenspraxis, Wiesbaden 1964.

Derselbe, Methoden der industriellen Fremdfinanzierung, in: Moderne Investitionsfinanzierung, Festschrift zum 10-jährigen Bestehen der Westdeutschen Finanzierungsgesellschaft mbH., Köln 1958.

Roehling, W., Wesen und Prüfung der nichtversicherungstechnischen Posten des Jahresabschlusses, in: Rechnungslegung und Prüfung der Versicherungsunternehmen, hrsg. vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf 1959.

Röpke, W., Die Theorie der Kapitalbildung, Tübingen 1929.

Ruchti, H., Betriebswirtschaftslehre und langfristiger Kredit, in: Der langfristige Kredit, München, 18.Jg.(1967), 7. Folge.

Runge, H.J., Das Wesen des Schuldscheindarlehens, in: Der langfristige Kredit, München, 15.Jg. (1964) Folge 21/22.

Seidel, H., Die Transformationsfunktion der Banken, in: Österreichisches Bank-Archiv, Wien, 3.Jg.(1955) Heft II.

Seuss, W., Die Versicherungsunternehmen in der Börsenbaisse, in: Blick durch die Wirtschaft vom 31.7.1962.

Spiethoff, A., Der Begriff des Kapital- und Geldmarktes, in: Schmollers Jahrbuch, 44. Jg.(1920).

Spiethoff, B., Kapitalbildung durch revolvierenden Geldeinsatz, Studie, München 1955.

Spindler von, Hansi, Münemann u.a., Finanzierungsprobleme und Steuerpolitik, hrsg. von der Deutschen Gesellschaft für Betriebswirtschaft, Berlin 1957.

Suren, F.K., Die Gemeindeordnungen in der Bundesrepublik, Ein systematisch vergleichender Gesamtkommentar, Bd. II Gemeindewirtschaftsrecht, Köln, Berlin, München, Bonn 1960.

Schanz, W., Die Kapitalanlage und ihre Wandlungen bei den privaten deutschen Lebensversicherungsgesellschaften, Dissertation, Freiburg i.Br., o.J.

Schleicher, H., Der Wettbewerb im deutschen Kreditgewerbe, in: Österreichisches Bank-Archiv, Wien, 10.Jg.(1962), Heft 6.

Schmalenbach, E., Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung, 4. verb. und erw. Aufl.,bearb. von R. Bauer, Köln und Opladen 1961.

Schmitz, H., Warnschuß gegen Schuldscheindarlehen, in: Handelsblatt, Düsseldorf, vom 3.3.1964.

Schneider, G., Die Anlage von Geldern der privaten deutschen Lebensversicherungsgesellschaften, Dissertation, Köln 1957.

Schnettler, A. und M. Kaiser, Kapitallenkung, in: HWB, 3., völlig neu bearb.Aufl., Bd. II, Stuttgart 1958.

Schoop, J., Revolvingkredit und Revolvingsystem, in: HWB, 3. Aufl., Bd. IV, Stuttgart 1962.

Schork, L., Sollen Revolving-Kredite der Bankenaufsicht unterstellt werden?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main, 14.Jg.(1961),Heft 4.

Schrempf, C., Kritischer Blick auf den Kapitalmarkt, in: Der langfristige Kredit, München, 12. Jg. (1961).

Derselbe, Schuldscheindarlehen sind sehr anpassungsfähig, in: Industriekurier vom 26.4.1955.

Schrempf, K., Rentenmarktpolitik der leichten Hand, in: Der langfristige Kredit, München, 13. Jg.(1962).

Schreiber, K.H., Holland: Ein Markt für Schuldscheindarlehen,in: Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 19.Jg.(1964).

Schütz, A., Abschreibungen von Schuldscheindarlehen?, in: Industriekurier vom 20.11.1959.

Schultz, M., Schuldscheindarlehen und Grundschuld, in: Zeitschrift für Versicherungswesen, Hamburg, 7.Jg.(1956).

Staehle, W., Die Schuldscheindarlehen- Wesen, Systematik und betriebswirtschaftliche Probleme aus der Sicht der Darlehensnehmer,Kapitalsammelstellen und Kreditinstitute, Frankfurter Dissertation, Bd. 6 der Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung, hrsg. von K.F. Hagenmüller, Wiesbaden 1965.

Steffen, K.J.,Wertbeständige Lebensversicherung und Investmentsparen in Deutschland, in: Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, Hamburg, 13.Jg. (1968), Nr. 7.

Steinrücke, B, und H. Scholze, Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken, neu bearbeitet von H. Scholze, Betriebswirtschaftliche Forschungen der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der Technischen Universität Berlin, hrsg.von K. Mellerowicz,HH. Hohlfeld und O. Schnutenhaus, Bd. 4, Berlin 1956.

Stucken, Rudolf, Diskussionsbeitrag in: Bankkredit und langfristige Investitionen, hrsg. von Adolf Weber, Berlin 1954.

Derselbe, Liquidität der Banken, Schriften der Akademie für Deutsches Recht, Gruppe Wirtschaftswissenschaft Nr. 3, Berlin 1940.

Derselbe, Geld und Kredit, 2., stark veränd. Auflage, Tübingen 1957.

Derselbe, Lehrgeschichtliches zur Frage der Bankenliquidität, in: Bank-Archiv, Jg. 38(1938).

Stützel, W., Banken, Kapital und Kredit in der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts, Referat, gehalten auf der Wirtschaftswissenschaftlichen Tagung der Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften (Verein für Socialpolitik, gegr. 1872) in Luzern, September 1962- Vortragsmanuskript.

Derselbe, Bankpolitik heute und morgen -Gutachten-, Frankfurt am Main 1964.

Derselbe, Ist die "Goldene Bankregel" eine geeignete Richtschnur für die Geschäftspolitik der Kreditinstitute?, in: Vorträge für Sparkassenprüfer, hrsg. vom Deutschen Sparkassen- und Giroverband e.V., Kiel 1959.

Derselbe, Liquidität, in: HDSW, 6. Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1959.

Derselbe, Revolving-Kredit (Gutachten), Saarbrücken 1959.

Trautmann, W., Von der Verantwortung der institutionellen Anleger, in: Anlagepolitik der Kapitalsammelstellen, Beiheft zu:Der Volkswirt, Frankfurt am Main, 14.Jg. (1960), Nr. 42.

Tridon, M., Der Unterschied zwischen kurzfristigem und langfristigem Kreditgeschäft, in: Der langfristige Kredit, München, 6. Jg.(1955).

Trippen, L., Versteuerung von Schuldscheindarlehen, in: Der Betriebs-Berater, Düsseldorf, 14. Jg. (1959), Heft 27.

Vassel, K., Schwankungsrückstellung, in: Handwörterbuch des Versicherungswesens, hrsg. von E. Finke, Bd. 2, Darmstadt 1958.

Veit, O., Die veränderte Währungspolitik und ihre Folgen, Frankfurt/Main 1957.

Walb, E., Die Stellung der Banken im Kapitalmarkt und die Wandlung in Theorie und Praxis der Anlagepolitik (international betrachtet), in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 28. Jg. (1934).

Weber, W., Versicherungsaufsicht, in: HDSW, 11. Bd., Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1961.

Willeke, F.U., Betrachtungen zur Unvollkommenheit des Kreditmarktes, in: JfNuSt., Bd. 167, Stuttgart 1955.

Witte, H.O., Schuldscheindarlehen, Bd. 41 der Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, hrsg. von Ph. Möhring und H. Rittershausen, Frankfurt am Main, o.J.

Wolf, Eduard, Probleme der Wiederbelebung des Kapitalmarktes, in: Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F., Bd.5, Berlin 1953.

Wolf, Herbert, Die Vermögensanlagen der Individualversicherung, in: Der langfristige Kredit, München, 7.Jg.(1956), 20. Folge.

Wulle, W., Die kapitalverkehrsteuerpflichtigen Schuldscheindarlehen, in: Der langfristige Kredit, Munchen, 10. Jg. (1959), 14. Folge.

Zürcher, W., Sachwerte als Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen, Zürich 1955.

Ohne Verfasserangabe

Baden-Württemberg doch guter Schuldner, in: Industriekurier vom 5.9.1961.

"Börse"für große Schuldscheine in Amsterdam, in: Börsen-Zeitung vom 1.2.1963.

Bundesbank gegen Schuldscheinmarkt, in: Deutsche Zeitung vom 8.2.1963.

Das neue Kreditwesengesetz, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1961.

Das Schuldscheingeschäft der Kreditinstitute, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt a.M., 15.Jg. (1962) Heft 18.

Das Schuldscheingeschäft hat sich belebt, in: Blick durch die Wirtschaft vom 7.10.1964.

Das Schuldscheingeschäft in Westdeutschland, in: Neue Zürcher Zeitung vom 19.9.1962.

Deckungsstock-Wertpapiere sind Umlaufvermögen, in: FAZ vom 14.9.1962.

Der Schuldschein in der Bankbilanz, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt a.M., 14.Jg.(1961), Heft 19.

Die Ergebnisse der Sondererhebung über Schuldscheingeschäfte der Kreditinstitute, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1962.

Die Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute gemäß §§ 10 und 11 des Gesetzes über das Kreditwesen, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1962.

Die Sicherung von Schuldscheinforderungen, in: Industriekurier vom 12.9.1963.

Die umstrittenen Schuldscheindarlehen, Zur Anlagepolitik der Lebensversicherung, in: Der langfristige Kredit, München, 8.Jg.(1957).

Die verpaßte Chance, in: Handelsblatt vom 8.12.1959.

Die Zukunft des Schuldscheins, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt a.M., 17.Jg.(1964),Heft 13.

Ein Daueremittent am Schuldscheinmarkt, in: Handelsblatt vom 29/30.11.1963.

Ein Schuldner marschiert ohne Deckungsstock, in: Handelsblatt vom 13.2.1964.

Exportfinanzierung durch Schuldscheine, Ein Merkblatt der Westdeutschen Finanzierungsgesellschaft, in: Blick durch die Wirtschaft vom 17.3.1960.

Florierendes Schuldscheingeschäft, in: Der Volkswirt, Frankfurt a.M., 15. Jg.(1961), Nr. 27.

Förderung des Schuldscheinmarktes, in: Blick durch die Wirtschaft vom 7.9.1964.

Garantiegemeinschaften für Schuldscheindarlehen -Vorschläge der "Westfinanz" zur langfristigen Finanzierung, in: Blick durch die Wirtschaft vom 14.Juli 1962.

Grenzen für die Sicherung von Anleihen, in: FAZ vom 18.8.1962.

Hohe Schuldscheinzinsen als Störfaktor, in: Handelsblatt vom 1.8.1966.

Hohe Wellen um Lex Münemann, in: Deutsche Zeitung vom 5./6. 12.1959.

Kapitalbildung und Anlagepolitik der Individualversicherung, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1958.

Kapitalbildung und Anlagepolitik der Versicherungsunternehmen seit 1957, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965.

Kapitalsammelstellen, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2.unveränd. Auflg., Bd.II, Frankfurt a.M. 1958.

Kritik am Schuldscheinmarkt, in: FAZ vom 19.7.1961.

Landesüblicher Zinsfuß, in: Müller-Löffelholz, Bank-Lexikon, Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassenwesen, 5.Auflg. Wiesbaden 1963.

Lebhaftes Geschäft am Schuldscheinmarkt, Ein wichtiger Teil des Kapitalmarktes- Neue Darlehen, in: Handelsblatt vom 30.10.1963.

Normalisierter Markt(Schuldscheindarlehen), in: Der Volkswirt, Frankfurt a.M.,17. Jg.(1963), Nr. 39.

Publizität, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2. unveränd. Auflg., Bd. II, Frankfurt a.M. 1958.

Rentenmarkt, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2. unveränd. Auflg., Bd. II, Frankfurt a.M. 1958.

Schuldschein, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 2. unveränd. Auflg., Bd. II, Frankfurt a.M. 1958.

Schuldscheindarlehen, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank und Börsenwesen, 2.unveränd. Auflg., Bd.II, Frankfurt a.M. 1958.

Schuldscheindarlehen mit Licht und Schatten, in: Der Volkswirt, Frankfurt a.M., 10.Jg(1956).

Schuldscheindarlehen werden fungibel -Amsterdam eröffnet einen Markt-, in: Der Volkswirt, 18.Jg.(1964), Nr. 37.

Schuldscheingeschäft geht zurück, in: Blick durch die Wirtschaft vom 19.6.1964.

Schuldscheinlose Schuldscheindarlehen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt a.M., 15.Jg.(1962), Heft 17.

Schuldscheinmarkt in Bewegung, in: FAZ vom 24.7.1962.

Schuldscheinmarkt- Etwas flau, in: Der Volkswirt, Frankfurt a.M., 17.Jg.(1963), Nr. 20.

Streuung in der Kapitalstruktur von Aktiengesellschaften der Industrie, in: Wirtschaft und Statistik, Jg. 1958.

Tragikomödie des Schuldscheindarlehens, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt a.M., 16. Jg.(1963), Heft 9.

Verwaltungserlaß zur Lex Münemann, in: Handelsblatt vom 19.1.60.

Wann gehören Schuldscheindarlehen in die Bankbilanz?, in: Industriekurier vom 31.10.1961.

Wertpapiersteuer für Schuldscheindarlehen, in: Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 16. Jg.(1961), Nr. 16.

Wertpapiersteuer mit Bumerang-Effekt, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt a.M., 15.Jg.(1962), Heft 1.

Zentraler Kapitalmarktausschuß, in: Bank-Lexikon, hrsg. von Müller-Löffelholz, 5.Aufl., Wiesbaden 1963.

Zur Bilanzierung von Schuldscheindarlehen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt a.M., 14.Jg. (1961), Heft 23.

Sonstiges

Bank Deutscher Länder, Geschäftsberichte 1949/50 ff. und Monatsberichte 1949ff.

Bayerische Hypotheken- und Wechselbank München, Geschäftsbericht 1961.

Bayerische Vereinsbank, Kundendienst, Folge 12(1962).

Bundesverband der Deutschen Industrie, Köln, Jahresbericht 1961 und 1962.

Bundesverband des privaten Bankgewerbes e.V., Köln, Bericht über das Geschäftsjahr 1955 und 1961.

Deutsche Bundesbank, Geschäftsberichte 1957 ff. und Monatsberichte 1957 ff., Auszüge aus Presseartikeln.

Gesamtverband der Versicherungswirtschaft e.V., 12. Geschäftsbericht 1959/60 und 14. Geschäftsbericht 1961/62.

Verband privater Hypothekenbanken e.V., Geschäftsbericht 1956.

Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen, Berlin, 1.Jg.(1952)ff. (VerBAV).

Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen, Berlin, Geschäftsberichte 1952/53ff.

Westfinanz - Westdeutsche Finanzierungsgesellschaft m.b.H. Köln, Geschäftsberichte 1952ff.

Verschiedene Nummern folgender Zeitungen

Blick durch die Wirtschaft

Deutsche Zeitung

Frankfurter Allgemeine Zeitung

Handelsblatt

Industriekurier

L e b e n s l a u f

Am 28. September 1932 wurde ich in Bad Waldsee als Sohn des Gastwirts Karl Jetter und seiner Ehefrau Agnes, geb. Muschel geboren.

Ich besuchte die Volksschule und die Oberschule in Bad Waldsee sowie die Spohn-Oberschule f.J. in Ravensburg, an der ich am 31. März 1952 das Abitur bestand.

Am 15. Mai 1952 trat ich bei der Deutschen Bank AG, Filiale Ravensburg, in die Lehre ein, die ich am 31. Oktober 1954 mit der Kaufmannsgehilfenprüfung abschloß.

Ab November 1954 studierte ich an den Universitäten Tübingen und Frankfurt Volkswirtschaftslehre und im Schuljahr 1955/56 am Institut d'Etudes Politiques in Paris Politik. In den Semesterferien arbeitete ich verschiedentlich bei der Deutschen Bank AG in Ravensburg. Nachdem ich wegen eines Sportunfalls zwei Semester pausieren musste, bestand ich im Herbst 1961 an der Eberhard-Karls-Universität in Tübingen die Diplom-Prüfung für Volkswirte.

Seit dieser Zeit war ich zunächst wissenschaftliche Hilfskraft und vom 1.Oktober 1963 bis 30. September 1968 wissenschaftlicher Assistent bei Professor Dr. Dr.h.c. Rudolf Johns in Tübingen. Danach widmete ich mich der Fertigstellung meiner Dissertation.

Druck: Polyfoto Dr. Vogt KG
Stuttgart 1, Königstraße 19 a
Telefon 291063

Druck: Polyfoto Dr. Vogt KG
Stuttgart 1, Königstraße 19 a
Telefon 291063